



Под редакцией В. Есипова, Г. Маховиковой

Оценка бизнеса

Рекомендовано УМО по образованию в области финансов,
учета и мировой экономики в качестве учебного пособия
для студентов, обучающихся по специальности
«Финансы и кредит».



Москва · Санкт-Петербург · Нижний Новгород · Воронеж
Ростов-на-Дону · Екатеринбург · Самара · Новосибирск
Киев · Харьков · Минск

2010

ББК 65.290-86я7
УДК 657.421.32(075)
О-93

О-93 Оценка бизнеса: Учебное пособие / Под ред. В. Е. Есипова, Г. А. Маховиковой.
3-е изд. — СПб.: Питер, 2010. — 512 с.: ил. — (Серия «Учебное пособие»).

ISBN 978-5-49807-163-3

В этом уникальном на сегодняшний день учебном пособии подробно и доходчиво изложены теоретические и методические основы организации и проведения работ по оценке предприятия (бизнеса). Объясняется методология оценки стоимости отдельных активов предприятия, рассматриваются особенности оценки бизнеса для конкретных целей (налогообложения, инвестирования, ликвидации и т. д.).

В новое издание добавлены материалы по оценке ресторанов, оценке бизнеса при слияниях и поглощениях, обновлены разделы, посвященные оценке финансового состояния предприятия, анализу федеральных стандартов оценки. Впервые в учебнике по оценке бизнеса появился раздел, рассказывающий об управлении стоимостью бизнеса.

Книга предназначена для студентов вузов, обучающихся по специализациям «Оценка бизнеса», «Оценка собственности»; может быть полезна слушателям высших экономических школ, аспирантам и менеджерам предприятий при повышении профессионального образования; также является достойным практическим пособием для оценщиков всех категорий.

Рекомендовано УМО по образованию в области финансов, учета и мировой экономики в качестве учебного пособия для студентов, обучающихся по специальности «Финансы и кредит».

ББК 65.290-86я7
УДК 657.421.32(075)

Все права защищены. Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав.

ISBN 978-5-49807-163-3

© ООО «Лидер», 2010

Оглавление

Введение	6
Глава 1. Организационно-управленческие и правовые аспекты оценочной деятельности	8
1.1. Нормативно-правовая база в сфере оценочной деятельности	8
1.2. Виды и формы собственности в бизнесе	14
1.3. Понятие бизнеса как объекта оценки	20
1.4. Стандартизация в сфере оценки	23
1.5. Федеральные стандарты оценки	28
1.6. Информация в сфере оценки бизнеса	31
Контрольные вопросы	34
Тесты	35
Глава 2. Методологические основы оценки бизнеса	37
2.1. Цели и функции оценки бизнеса	37
2.2. Виды стоимости предприятия	39
2.3. Факторы, влияющие на оценку стоимости предприятия	41
2.4. Основные принципы оценки стоимости предприятия	43
2.5. Риск: виды, измерение, учет при оценке бизнеса	45
2.6. Общая характеристика подходов и методов оценки. Специфика оценки предприятий в РФ	50
Контрольные вопросы	54
Тесты	54
Глава 3. Практика оценки бизнеса	57
3.1. Этапы процесса оценки	57
3.2. Оценка финансового состояния предприятия	58
3.3. Использование материалов аудиторских проверок	78
3.4. Выбор подходов и методов в оценке бизнеса и его обоснование	82
3.5. Согласование результатов оценки	85
3.6. Требования к отчету об оценке	87
3.7. Экспертиза отчетов об оценке	89
Контрольные вопросы	94
Глава 4. Основы теории стоимости денег во времени	95
4.1. Основные понятия	95
4.2. Накопленная сумма денежной единицы (будущая стоимость единицы)	96
4.3. Текущая стоимость единицы (реверсия)	97
4.4. Текущая стоимость аннуитета	97
4.5. Накопление денежной единицы за период	99
4.6. Взнос на амортизацию единицы	99
4.7. Фактор фонда возмещения	100
Контрольные вопросы	101
Тесты	101
Задачи	102

Глава 5. Затратный подход в оценке бизнеса	104
5.1. Метод стоимости чистых активов	104
5.2. Метод ликвидационной стоимости	108
5.3. Пример оценки бизнеса затратным подходом	109
Контрольные вопросы	120
Глава 6. Сравнительный подход в оценке бизнеса	121
6.1. Метод отраслевых коэффициентов	122
6.2. Метод рынка капитала	122
6.3. Метод сделок	127
6.4. Пример оценки бизнеса сравнительным подходом	135
Контрольные вопросы	138
Глава 7. Доходный подход в оценке бизнеса	139
7.1. Метод дисконтирования денежных потоков	139
7.2. Метод капитализации доходов	149
7.3. Пример оценки бизнеса доходным подходом	156
Контрольные вопросы	157
Глава 8. Применение теории опционов в практике оценки бизнеса	158
Контрольные вопросы	167
Глава 9. Оценка стоимости различных видов имущества предприятия	168
9.1. Оценка стоимости земельного участка	168
9.2. Оценка стоимости зданий и сооружений	175
9.3. Оценка рыночной стоимости машин и оборудования	182
9.4. Оценка стоимости интеллектуальной собственности и нематериальных активов	192
9.5. Оценка финансовых активов	219
9.6. Оценка оборотных активов	222
9.7. Оценка кадрового потенциала как составляющей стоимости предприятия	224
Контрольные вопросы	228
Задачи	229
Глава 10. Особенности оценки бизнеса для конкретных целей	239
10.1. Оценка предприятия как действующего	239
10.2. Оценка предприятия при его ликвидации	257
10.3. Оценка предприятия в целях реструктуризации	276
10.4. Оценка бизнеса при слияниях и поглощениях	292
10.5. Оценка рыночной стоимости пакетов акций	333
10.6. Определение рыночной стоимости открытого акционерного общества для совершения сделки купли-продажи	344
Глава 11. Практика оценки отдельных видов бизнеса	352
11.1. Оценка рыночной стоимости коммерческого банка	352
11.2. Оценка офисов	385
11.3. Оценка гостиничного бизнеса	395
11.4. Оценка предприятий розничной торговли	410
11.5. Оценка страховых компаний	416
11.6. Оценка ресторанов	451

Глава 12. Управление стоимостью бизнеса	470
12.1. Новые подходы к оценке бизнеса	470
12.2. Стоимость как критерий управления	471
Теоретические подходы к управлению стоимостью компании	477
12.4. Выявление факторов стоимости	492
12.5. Технология управления стоимостью	494
Приложение 1. Основные формулы, используемые в расчетах	496
Приложение 2. Перечень законодательных и нормативных актов, используемых в оценочной деятельности	507
Литература	509

Введение

В Конституции РФ записано, что в России создается общество социально ориентированной экономики с преобладанием множества различных форм собственности, где центральное место отводится частной собственности. Цель социально ориентированной экономики — обеспечение достойной жизни для большинства населения страны. В СССР в условиях плановой экономики предполагалось обеспечить достижение такой цели на базе создания общественно-управляемой системы производства товаров и услуг и распределения, перераспределения общественных доходов. Основой функционирования такой системы являлись различные формы общественной собственности, частная собственность хотя и сохранялась, но имела незначительный удельный вес. Интеграция РФ в мировую экономическую систему требует обеспечения достойной жизни для членов общества с учетом и национальных, и мировых стандартов. Достижение такой цели может быть реализовано с использованием различных форм предпринимательской деятельности (бизнеса). Процесс приватизации, возникновение фондового рынка, развитие системы страхования, переход коммерческих банков к выдаче кредитов под залог имущества формируют потребность в новой услуге — оценке стоимости предприятия (бизнеса), определении рыночной стоимости его капитала.

Финансовый кризис, проходящий во всем мире, показал, какое важное значение приобретает разработка новых методологических основ и совершенствование действующих методов оценки бизнеса и его функционирования.

Капитал предприятия — товар уникальный и сложный по составу, природу которого в значительной мере определяют конкретные факторы. Поэтому необходима комплексная оценка капитала с учетом всех соответствующих внутренних и внешних условий его развития.

Потребность в определении рыночной стоимости предприятия не исчерпывается операциями купли-продажи. Возрастает потребность в оценке бизнеса предприятий при многочисленных и сложных вариантах реализации стоимости имущественных прав: акционировании, привлечении новых пайщиков и выпуске дополнительных акций, страховании имущества, получении кредита под залог имущества, исчислении налогов, использовании прав наследования и т. д.

Определение рыночной стоимости предприятия способствует его подготовке к борьбе за выживание на конкурентном рынке, дает реалистичное представление о потенциальных возможностях предприятия. Процесс оценки бизнеса предприятий служит основанием для выработки ее стратегии. Он выявляет альтернативные подходы и определяет, какой из них обеспечит компании максимальную эффективность, а следовательно, и более высокую рыночную цену.

По мере того как в нашей стране появляются независимые собственники предприятий и фирм, все острее становится потребность в определении рыночной стоимости их капитала. Практика показывает, что применяемые сейчас в нашей стране методы оценки предприятий по стоимости их имущества несовершенно, поскольку фактически они оценивают лишь затраты на создание собственности.

Государство, продавая экономические объекты по минимальным ценам, теряет право на присвоение будущих доходов, причем зачастую теряют право на доходы и действительные собственники предприятий, их работники. Поэтому при продаже собственности неправомерно не учитывать ее будущие доходы. Инвестора же в первую очередь интересуют именно будущие доходы, а не необходимые затраты на создание объекта, хотя оценка бизнеса предприятий только на основе будущих доходов также может быть ошибочна. В силу этого проведение оценки бизнеса предприятия требует использования всего многостороннего комплекса подходов к ней: с точки зрения затрат на создание предприятия, его будущей доходности и цен продажи капитала аналогичных предприятий на рынке. Поэтому выгоднее всего строить бизнес оценочной деятельности, объединяясь с финансовыми менеджерами, аудиторами, экономистами.

Для того чтобы оценка стоимости предприятия была достоверной и точной, необходимо строго соблюдать технологию оценки. Технология включает в себя ряд последовательных этапов: определение цели и функции оценки, разработка плана оценки объекта, определение наиболее эффективного способа использования объекта, сбор и анализ необходимой информации. Точность оценки стоимости предприятия зависит также и от правильности использования методов оценки.

Все эти, а также многие другие вопросы нашли отражение в данном учебном пособии, где кроме теории приводятся конкретные примеры определения рыночной стоимости предприятия (бизнеса).

Третье издание учебного пособия существенно переработано и дополнено. По сравнению со вторым изданием в книгу добавлены материалы по оценке ресторанов, оценке бизнеса при слияниях и поглощениях, обновлены разделы, посвященные оценке финансового состояния предприятия, анализу федеральных стандартов оценки. Впервые в учебнике, посвященном оценке бизнеса, появился раздел, в котором рассматривается управление стоимостью бизнеса.

Авторы выражают надежду, что данное учебное пособие найдет применение как в учебном процессе в вузах и при повышении квалификации оценщиков, так и в практической работе специалистов по оценке бизнеса.

Учебное пособие подготовлено коллективом преподавателей Санкт-Петербургского государственного университета экономики и финансов: заслуженный деятель науки РФ, д. э. н., проф. В. Е. Есипов (введение и общая редакция, гл. 1, п. 1.3; гл. 2, п. 2.2); к. э. н., проф. Г. А. Маховикова (гл. 1, п. 1.6; гл. 2, п. 2.1, 2.3–2.6; гл. 4–8; гл. 9, п. 9.1, 9.2, 9.5, 9.7; гл. 10, п. 10.1–10.3, 10.5–10.7; гл. 11, п. 11.1–11.4, 11.6); к. ф.-м. н. Т. Г. Касьяненко (гл. 1, п. 1.1, 1.2, 1.4, 1.5; гл. 3, п. 3.1, 3.4–3.7; гл. 9, п. 9.6); к. э. н. С. С. Гаврилова (гл. 3, п. 3.2, 3.3; гл. 11, п. 11.5); к. э. н., проф. Н. Ю. Пузыня (гл. 9, п. 9.4); к. э. н. С. К. Мирзажанов (гл. 10, п. 10.4; гл. 12); ст. преп. Н. Ю. Вейг (гл. 9, п. 9.3).

Глава 1

Организационно-управленческие и правовые аспекты оценочной деятельности

В данной главе раскрывается понятие бизнеса как объекта оценки, анализируются новые федеральные стандарты оценки, существующая нормативно-правовая база в сфере оценочной деятельности и информационное обеспечение оценки.

1.1. Нормативно-правовая база в сфере оценочной деятельности

Рыночная оценка имущества осуществляется в соответствии с Федеральными законами Российской Федерации «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ и «О внесении изменений в Федеральный закон “Об оценочной деятельности в РФ”» от 27 июля 2006 г. № 157-ФЗ.

Законодательство, регулирующее оценочную деятельность в РФ, состоит из названных законов, иных федеральных законов и нормативных правовых актов РФ и ее субъектов, а также из международных договоров РФ. Субъекты РФ регулируют оценочную деятельность в соответствии с указанными федеральными законами.

В Законе № 157-ФЗ дано определение оценочной деятельности. Под ней понимается профессиональная деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной или иной стоимости. Рыночная стоимость определена как наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

Основанием для проведения оценки является договор между оценщиком и заказчиком. Если в договоре об оценке объекта не определен конкретный вид стоимости, установлению подлежит именно рыночная стоимость данного объекта. Договор заключается в письменной форме и не требует нотариального удостоверения. Новым Законом в ст. 15 установлен ряд требований к оценщику, среди которых:

- «быть членом одной из саморегулируемых организаций оценщиков;
- соблюдать при осуществлении оценочной деятельности требования настоящего Федерального закона, других федеральных законов и иных норматив-

ных правовых актов Российской Федерации, федеральные стандарты оценки, а также стандарты и правила оценочной деятельности, утвержденные саморегулируемой организацией оценщиков, членом которой он является;

- соблюдать правила деловой и профессиональной этики, установленные саморегулируемой организацией оценщиков (далее — правила деловой и профессиональной этики), членом которой он является, а также уплачивать взносы, установленные такой саморегулируемой организацией оценщиков;
- сообщать заказчику или *юридическому* лицу, с которым он заключил трудовой договор, о невозможности своего участия в проведении оценки вследствие возникновения обстоятельств, препятствующих проведению объективной оценки;
- обеспечивать сохранность документов, получаемых от заказчика и третьих лиц в ходе проведения оценки;
- представлять заказчику *информацию* о членстве в саморегулируемой организации оценщиков;
- представлять саморегулируемой организации оценщиков информацию о юридическом лице, с которым он заключил трудовой договор, в том числе информацию о соответствии такого юридического лица условиям, установленным ст. 15¹ настоящего Федерального закона, а также сведения о любых изменениях этой информации;
- представлять по требованию заказчика страховой полис и подтверждающий получение профессиональных знаний в области оценочной деятельности документ об образовании;
- не разглашать конфиденциальную информацию, полученную от заказчика в ходе проведения оценки, за исключением случаев, предусмотренных законодательством Российской Федерации;
- в случаях, предусмотренных законодательством Российской Федерации, предоставлять копии хранящихся отчетов или содержащуюся в них информацию правоохранительным, судебным, иным уполномоченным государственным органам по их требованию;
- по требованию заказчика предоставлять заверенную саморегулируемой организацией оценщиков выписку из реестра членов саморегулируемой организации оценщиков, членом которой он является».

Данным законом для РФ, субъектов РФ, муниципальных образований, физических и юридических лиц установлено безусловное право на проведение оценки любых принадлежащих им объектов независимо от установленного порядка статистического учета, бухгалтерского учета и отчетности. Проведение оценки объектов является обязательным в случае вовлечения в сделку объектов оценки, принадлежащих полностью или частично РФ, субъектам РФ либо муниципальным образованиям.

Не обязательно, но возможно проведение оценки и в других целях: например, в целях отражения в отчетности; купли-продажи, мены, иного отчуждения; проведения конкурсов, аукционов, торгов; аренды, доверительного управления, лизинга; залога; раздела, наследования, дарения; страхования; исчисления нало-

гов, пошлин, сборов; выкупа, конфискации, изъятия; ликвидации; разрешения имущественных споров; передачи прав собственности; переуступки долговых обязательств; внесения имущества в уставный капитал; определения доли имущественных прав; передачи в доверительное управление; инвестиционного проектирования; коммерческой концессии; возмещения ущерба; хранения; составления брачного контракта и др.

В законах детально описана технология оценочной деятельности, определены методы оценки, введен институт независимых профессиональных оценщиков. Участники рыночных отношений получили право оспаривать правильность оценки в судебном порядке.

Закон «О реструктуризации кредитных организаций» от 8 июля 1999 г. № 144-ФЗ, регулирующий порядок и условия осуществления мероприятий по реструктуризации кредитных организаций в целях преодоления их финансовой неустойчивости и восстановления платежеспособности либо для осуществления процедуры ликвидации, устанавливает процедуру привлечения независимого оценщика (ст. 18) для оценки стоимости активов кредитной организации, выставляемых на продажу специализированным агентством по реструктуризации.

Закон «О несостоятельности (банкротстве)» от 8 января 1998 г. № 6-ФЗ регулирует порядок и условия осуществления мер по предупреждению несостоятельности (банкротства), проведения внешнего управления и конкурсного производства и иные отношения, возникающие при неспособности должника удовлетворить в полном объеме требования кредиторов. В соответствии со ст. 102 данного закона в ходе конкурсного производства конкурсный управляющий осуществляет инвентаризацию и оценку имущества должника. Для осуществления указанной деятельности конкурсный управляющий вправе привлекать оценщиков и иных специалистов с оплатой их услуг за счет имущества должника, если иное не установлено собранием кредиторов или комитетом кредиторов. В случае если имуществом должника, подлежащим продаже в ходе конкурсного производства, является недвижимость, указанное имущество оценивается до продажи с привлечением независимого оценщика (ч. 2. ст. 102).

Закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» от 8 февраля 1998 г. № 14-ФЗ определяет порядок привлечения независимого оценщика для оценки вклада в уставный капитал общества в случае, если его номинальная стоимость (увеличение номинальной стоимости), оплачиваемая неденежным вкладом, составляет более двухсот МРОТ (ч. 2. ст. 15). Номинальная стоимость (увеличение номинальной стоимости) доли участника общества в уставном капитале, оплачиваемой таким неденежным вкладом, не может превышать сумму оценки указанного вклада, определенную независимым оценщиком. В случае внесения в уставный капитал общества неденежных вкладов участники общества и независимый оценщик в течение трех лет с момента государственной регистрации общества или соответствующих изменений в уставе общества солидарно несут при недостаточности имущества общества субсидиарную ответственность по его обязательствам в размере превышения стоимости неденежных вкладов.

Аналогичная норма содержится в Законе «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 года № 208-ФЗ, определяющем порядок создания и правовое положение акционерных обществ. В соответствии со ст. 34 Закона акции общества

при его учреждении должны быть полностью оплачены в течение срока, определенного уставом общества. Денежная оценка имущества, вносимого в оплату акций при учреждении общества, производится по соглашению между учредителями. Если номинальная стоимость приобретаемых таким способом акций и иных ценных бумаг общества составляет более двухсот МРОТ, то необходима денежная оценка имущества, вносимого в оплату акций и иных ценных бумаг общества, независимым оценщиком.

Для определения рыночной стоимости имущества акционерного общества может быть привлечен независимый оценщик (аудитор) (ч. 3 ст. 77 закона). Привлечение независимого оценщика для определения рыночной стоимости имущества является обязательным в случае выкупа обществом у акционеров принадлежащих им акций.

Закон РФ «О негосударственных пенсионных фондах» от 7 мая 1998 г. № 75-ФЗ регулирует отношения, возникающие при создании, осуществлении деятельности и ликвидации негосударственных пенсионных фондов, а также устанавливает основные принципы государственного контроля за их деятельностью. В соответствии с п. 6 ст. 25 данного Закона при размещении пенсионных резервов в недвижимое имущество фонд обязан представлять государственному уполномоченному органу данные об оценке объекта недвижимого имущества, проведенной независимым оценщиком, соответствующие требованиям, установленным законодательством Российской Федерации для осуществления данного вида деятельности.

Закон «Об ипотеке (залоге недвижимости)» от 16 июля 1998 г. № 102-ФЗ регулирует отношения, возникающие из договора залога недвижимости. Статья 9 Закона определяет содержание договора об ипотеке, т. е. его существенные условия: «В договоре об ипотеке должны быть указаны предмет ипотеки, его оценка, существо, размер и срок исполнения обязательства, обеспечиваемого ипотекой (ч. 1, ст. 9)». «Оценка предмета ипотеки определяется в соответствии с законодательством РФ по соглашению залогодателя с залогодержателем и указывается в договоре об ипотеке в денежном выражении. При ипотеке государственного и муниципального имущества его оценка осуществляется в соответствии с требованиями, установленными федеральным законом, или в определенном им порядке. Стороны договора об ипотеке могут поручить оценку предмета ипотеки независимой профессиональной организации (ч. 3 ст. 9)».

Отметим, что в ст. 8 Закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» предусмотрена обязательность проведения оценки объектов оценки, принадлежащих Российской Федерации, субъектам Российской Федерации либо муниципальным образованиям, при их использовании в качестве предмета залога, а также при ипотечном кредитовании физических и юридических лиц в случаях возникновения споров о величине стоимости предмета ипотеки.

Субъекты РФ в своих нормативных правовых актах также обращаются к деятельности оценщиков.

Распоряжение губернатора Санкт-Петербурга «О порядке оценки недвижимого имущества, находящегося в государственной собственности, и прав на него» от 1 августа 1996 г. № 113-р определяет порядок и условия проведения оценочной деятельности; требования к составу работ, отчету об оценке, лицу, выполняюще-

му оценку; методики, применяемые при оценке объектов недвижимости, находящихся в государственной собственности Санкт-Петербурга, в случаях, предусматривающих определение рыночной стоимости; порядок аттестации оценщиков, получающих право на осуществление деятельности по оценке недвижимости на основании договора. Однако данное распоряжение применяется только для оценки объектов недвижимости, находящихся в государственной собственности и принадлежащих Санкт-Петербургу прав на недвижимость.

Закон Санкт-Петербурга «О порядке определения арендной платы за нежилые помещения, арендодателем которых является Санкт-Петербург» от 18 сентября 1997 г. № 149-51 в ст. 4 предусматривает право арендатора на независимую оценку рыночной ставки арендной платы: «В случае возникновения спора о размере рыночной ставки арендной платы за конкретный объект нежилого фонда, определяемой арендодателем путем применения методов массовой оценки, арендатор или лицо, имеющее намерение использовать объект нежилого фонда по договору аренды, вправе заказать проведение индивидуальной оценки. Результаты индивидуальной оценки подлежат применению, если оценка проведена оценщиком, имеющим право на проведение оценки государственной собственности».

Кроме законодательства, регулирующего оценочную деятельность, особое внимание у оценщиков вызывает законодательство, определяющее право собственности, иные вещные права и отдельные виды обязательств и регулирующее имущественные отношения относительно объектов оценки.

Основой такого законодательства служит Гражданский кодекс Российской Федерации, другие законодательные и нормативные акты, в том числе по приватизации, банкротству, аренде, залогу, ипотеке, доверительному управлению и пр.

Правовое регулирование недвижимости связано с правом собственности, которое понимается согласно воспринятому в зарубежном законодательстве основополагающему положению римского частного права как «наиболее полное господство над вещью».¹ Однако эта первоначальная установка на безраздельное господство над вещью, в том числе и над недвижимым имуществом, претерпела изменения в конце XIX — начале XX в.

Речь идет о появлении различных ограничений прав собственности на объекты недвижимости, преимущественно в отношении права собственности на землю. Согласно исходной формулировке этого права, собственник земельного участка рассматривался в качестве также и собственника недр и воздушного пространства (применительно к территории земельного участка). Однако именно по этой линии в конце концов сложились определенные ограничения, вызванные интересами владельцев соседних земельных участков или публичными интересами.

Интересы владельцев соседних участков, равно как и часть публичных интересов, защищаются *сервитутами* (обременениями). Эти ограничения систематизированы в ст. 274 ГК РФ «Право ограниченного пользования чужим земельным участком (сервитут)». В ней говорится, что «собственник недвижимого имущества... вправе требовать от собственника соседнего земельного участка... предоставления права ограниченного пользования соседним участком (сервитута).

¹ Кулагин М. Предпринимательство и право: опыт Запада / Под ред. проф. Е. А. Суханова. М., 1992. С. 58.

Сервитут может устанавливаться для обеспечения прохода и проезда через соседний земельный участок, прокладки и эксплуатации линий электропередачи, связи и трубопроводов, обеспечения водоснабжения и мелиорации, а также других нужд...»

Сервитут — важный элемент оценки недвижимости. Эта оценка может быть связана с платой за пользование земельным участком, которую, согласно п. 5 ст. 274 ГК РФ, «собственник участка, обремененного сервитутом, вправе... требовать от лиц, в интересах которых установлен сервитут».

Крайний случай ограничений — это отчуждение недвижимого имущества в связи с изъятием участка, на котором оно находится. Это положение рассматривается в ст. 239 ГК РФ следующим образом: «В случаях, когда изъятие земельного участка для государственных или муниципальных нужд либо ввиду ненадлежащего использования земли невозможно без прекращения собственности на здания, сооружения или другое недвижимое имущество, находящиеся на данном участке, это имущество может быть изъято путем выкупа государством или продажи с публичных торгов...» Это положение о выкупе является ключевым при установлении «оснований прекращения права собственности». Согласно ст. 235 ГК РФ, «обращение в государственную собственность имущества, находящегося в собственности граждан и юридических лиц (национализация), производится с возмещением **стоимости** этого имущества и других **убытков...**»

Оценка стоимости этого имущества и убытков возможна лишь в результате расчетов независимых профессионалов-оценщиков. В первом случае (отчуждение государством) такая оценка нужна для определения выкупной цены. Согласно ст. 281 ГК РФ, «при определении выкупной цены в нее включаются рыночная стоимость земельного участка и находящегося на нем недвижимого имущества, а также все убытки, причиненные собственнику изъятием земельного участка..., в том числе упущенная выгода». Во втором случае (продажа с публичных торгов) денежная оценка стоимости объекта недвижимости необходима для установления первоначальной цены продажи с публичных торгов.

Продажа предприятий в целом предполагает передачу покупателю не только зданий и оборудования, но и прав и обязанностей продавца. Заключение договора продажи предприятия требует от продавца совершения особых действий, не характерных для иных договоров купли-продажи. Необходимым условием для заключения договора является, в частности, составление и рассмотрение сторонами акта инвентаризации и бухгалтерского баланса, получение заключения независимого аудитора, определение перечня всех обязательств, включаемых в состав предприятия.

Продажа предприятия во всех случаях сопровождается, с одной стороны, уступкой прав требований продавца покупателю, а с другой — переводом на него долгов, что, в свою очередь, требует согласия кредиторов. Поэтому предусмотрены положения, определяющие особый порядок уведомления кредиторов и получения их согласия на продажу предприятия, а также последствия нарушения этого порядка. В частности, после передачи предприятия покупателю продавец и покупатель несут солидарную ответственность по включенным в состав переданного предприятия долгам, которые были переведены на покупателя без согласия кредитора (п. 4, ст. 562 ГК РФ).

1.2. Виды и формы собственности в бизнесе

Российское законодательство выделяет следующие *формы* собственности (ст. 212, 214 и 215 ГК РФ):

- *государственная*;
- *муниципальная*;
- *частная*.

Формы собственности в свою очередь подразделяются на *виды*. Так, частная собственность бывает двух видов:

- *частной собственностью граждан* (отдельных лиц, членов семьи, объединения граждан, иностранных граждан, фермерского хозяйства) и
- *частной собственностью юридических лиц* (кооперативов, акционерных обществ, хозяйственных обществ и товариществ, некоммерческих общественных объединений, иностранных юридических лиц).

К иным формам относится *общая* собственность (ст. 244 ГК РФ).

Общая собственность также подразделяется на два вида: *совместная* и *долевая* (ст. 245–255 ГК РФ).

Таким образом, многообразие видов *частной* собственности, особенно интересных с точки зрения независимой оценки, составляют:

- личная собственность граждан;
- собственность юридических лиц;
- общая совместная собственность;
- общая долевая собственность.

Права всех собственников равным образом защищаются государством.

В *государственной* собственности находится имущество, принадлежащее на праве собственности Российской Федерации (федеральная собственность), и имущество, принадлежащее на праве собственности субъектам РФ (собственность субъектов РФ). В ст. 214 ГК РФ говорится, что имущество, находящееся в государственной собственности, может быть закреплено за государственными предприятиями *на праве хозяйственного ведения* или *оперативного управления* либо такое имущество составляет казну государства (РФ или субъекта РФ).

В *муниципальной* собственности находится имущество, принадлежащее на праве собственности городским и сельским поселениям, а также другим муниципальным образованиям.

И государственное, и муниципальное имущество закрепляется соответственно за государственными предприятиями и учреждениями во владение, пользование и распоряжение. Следует отметить, что государственное или муниципальное *унитарное предприятие*, являющееся коммерческой организацией, не наделяется правом собственности на закрепленное за ним государственное или муниципальное имущество. Такое имущество принадлежит ему на праве хозяйственного ведения или оперативного управления.

ГК РФ (ст. 217) предусматривает возможность передачи государственного и муниципального имущества его собственником в собственность граждан и юридических лиц в порядке, предусмотренном законами о приватизации государственного и муниципального имущества.

В *частной* собственности или собственности граждан (физических лиц) и хозяйственных товариществ и обществ, акционерных обществ, дочерних и зависимых обществ, производственных кооперативов (юридических лиц) может находиться любое имущество, за исключением отдельных видов имущества, которое в соответствии с законом не может принадлежать гражданам или юридическим лицам.

В соответствии с гл. 16 ГК РФ к *иным* формам собственности относится *общая собственность* на имущество, находящееся в собственности двух или более лиц. При этом если возможно определение доли каждого из собственников в праве собственности — это *долевая* собственность. Если доли не определены или имущество *не может быть разделено* без изменения его назначения (неделимые вещи) либо не подлежит разделу в силу закона — это собственность *совместная*. К форме общей собственности относится собственность разнообразных хозяйственных образований: трестов, концернов, совместных предприятий, крестьянских (фермерских) хозяйств, товариществ собственников жилья и др.

«*Собственность* в обыденном понимании представлена своим внешним признаком — властью человека над вещью. Владеть вещью может только субъект — физическое или юридическое лицо, в том числе и государство, делегирующее свое *право собственности* представителям администрации»¹ (см. ГК РФ, ст. 209 и 212).

Следует различать понятия «субъект» и «объект» собственности.

В целом выделяют *три основные группы субъектов*²:

- Российская Федерация и субъекты РФ в лице органов государственной власти; города, муниципальные образования районов, населенные пункты в лице органов местного самоуправления;
- граждане (физические лица), объединения людей, семьи, народ, население, социальные группы, а также иностранные граждане;
- юридические лица — коммерческие и другие организации, в том числе иностранные.

Субъект частной собственности (собственник) — это экономически обособленное юридическое или физическое лицо, обладающее конкретным объектом (*имуществом* — капиталом, землей, правами и пр.) и имеющее соответствующие экономические интересы.

Для совершения сделок с объектами собственности граждане должны обладать гражданской право- и дееспособностью.

Реализуя экономические интересы, субъекты вступают в *экономические отношения*³, в частности по поводу *владения, пользования и распоряжения* принадлежащими им объектами. Права всех собственников защищаются равным образом (ст. 212, п. 4 ГК РФ).

Под *объектом собственности* будем понимать любое имущество, разрешенное по закону. Этот постулат подтверждается п. 1 ст. 213 ГК РФ: «В собственности

¹ Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А. Г. Грязновой и М. А. Федотовой. М., 2000. С. 11.

² Горемыкин В. А. Российский земельный рынок: Практическое учебно-справочное пособие. М., 1996. С. 17.

³ Эти отношения *не* есть *собственность*, как утверждает в определении учебника Оценка бизнеса, 1-е изд., с. 11, а также 2-е изд., с. 732. Это *отношения собственности*.

граждан и юридических лиц может находиться любое имущество, за исключением отдельных видов имущества, которое в соответствии с законом не может принадлежать гражданам или юридическим лицам».

Любой *объект собственности* может являться источником дохода и объектом рыночной сделки, при этом объектом сделки становятся и права собственника, коль скоро сделка осуществляется с *собственностью*.

В отличие от субъектов объекты собственности являются пассивной стороной отношений собственности.

Отношения собственности — это система отношений между субъектами собственности по поводу присвоения и отчуждения объектов собственности, а также отношения по поводу формирования и развития объекта собственности.

Право собственности допускает как субъект-субъектные отношения (поскольку выражает абсолютное и исключительное (защищаемое) право по отношению к любой другой стороне-субъекту), так и субъект-объектные отношения, *реализующиеся через правомочия владения* (объектом), *использования* (объекта, а не конкурирующего субъекта) и *распоряжения* (объектом же, например его продажа).

Субъект-субъектные отношения регламентируются Гражданским кодексом РФ и гражданским правом. *Субъект-объектные отношения* отражаются, в частности, в тех обязанностях, которые должен исполнять субъект собственности по отношению к объекту собственности, как то:

- бремя содержания и ответственность за риск порчи объекта;
- расходы по ремонту и охране имущества;
- своевременные выплаты имущественного налога;
- рациональное использование объекта в соответствии с одним из его целевых назначений;
- применение при его использовании природоохранных технологий;
- недопущение ухудшения экологии при использовании объекта
- и пр.

Бремя собственности, о котором впервые говорится в действующем законодательстве, является *важнейшей чертой отношений собственности*.

Бремя содержания имущества и риск случайной гибели имущества полностью лежат на собственнике имущества, если иное не оговорено законом или договором.

В отношении собственности тесно переплетаются две важнейшие стороны: «блага» обладания имуществом и получения доходов от его использования и «бремя» несения связанных с этим расходов по содержанию, ремонту и охране своего имущества, по уплате налогов, а главное — принятие риска возможных потерь от неумелого или нерационального ведения дел, вплоть до возможного разорения. В этом смысле *собственность* действительно обязывает владельца быть компетентным организатором производства и расчетливым коммерсантом, а сочетание «блага» и «бремени» характеризует его положение как подлинного хозяина своего имущества. Статьи 210 и 211 ГК РФ говорят о том, что «бремя содержания имущества», «риск случайной гибели имущества» полностью лежат на собственнике имущества, если иное не оговорено законом или договором.

Особый интерес для оценки представляет **титульное** имущественное право — *право собственности*.

Закон устанавливает *правомочия собственника* путем установления традиционной для русского гражданского права «триады» прав:

- владения;
- пользования и
- распоряжения¹.

Совокупность этих прав (правомочий) составляет юридическое содержание *права собственности как наиболее широкого имущественного права*, предоставляющего *собственнику* возможность по своему усмотрению (своей властью и в своих интересах) использовать принадлежащее ему *имущество* для любой не запрещенной законом деятельности и отстранять (исключать) всех других лиц от хозяйственно-го господства над принадлежащим ему имуществом, если на то нет его воли.

При оценке эти три правомочия определяют для *любого субъекта*, при наличии у него того или иного комплекта прав на объект, законные рамки *возможностей* для извлечения дохода.

Рассмотрим подробнее три основных элемента (правомочия, функции) права собственности.

Владение — первичный компонент собственности, основанный на законе, юридически обеспеченный (т. е. опирающийся на соответствующий правовой титул) физический контроль над объектом, возможность фактического обладания вещью. Это возможность иметь ее у себя, содержать в своем хозяйстве, на балансе (а значит, и уплачивать налог на имущество) и т. д. Правомочие владения фактически обеспечивает абсолютность вашего права и возможность его защиты. *Владение создает необходимые предпосылки для реализации двух других правомочий* — пользования и распоряжения. Можно владеть, но не пользоваться, но пользоваться, не владея, фактически невозможно. В отличие от простого держания вещи *владение* объектом характеризуется волевым началом. Для граждан и юридических лиц владение неразрывно связано с рядом обязанностей по содержанию объекта.

Пользование — представляет собой основанную на законе возможность эксплуатации, хозяйственного, коммерческого (получения прибыли) либо иного использования имущества путем извлечения из него полезных свойств, его потребления, применения объекта собственности в соответствии с его назначением по усмотрению и желанию пользователя или собственника.

Оно тесно связано с правомочием владения, поскольку, по общему правилу, пользоваться имуществом можно, только владея им. Владение и пользование могут быть соединены в руках одного субъекта или разделены между различными субъектами².

¹ Статья 209 ГК РФ гласит: «Собственнику принадлежат права владения, пользования и распоряжения своим имуществом.

Собственник вправе по своему усмотрению совершать в отношении принадлежащего ему имущества любые действия, не противоречащие закону и иным правовым актам и не нарушающие права и охраняемые интересы других лиц, в том числе отчуждать свое имущество в собственность другим лицам, передавать им, оставаясь при этом собственником права владения, пользования и распоряжения имуществом, отдавать имущество в залог и обременять его другим способом, распоряжаться им иным образом».

² *Горемыкин В. А.* Российский земельный рынок: Практическое учебно-справочное пособие. М., 1996. С. 18.

Распоряжение — всеобъемлющий элемент права собственности, высший способ реализации *отношений* между объектом и субъектом собственности, т. е. право решать, каким образом и кем может быть использован сам объект и получаемый от него доход¹. Собственник объекта, осуществляя правомочие распоряжения, по своему усмотрению может дарить, продавать, завещать, обменивать объект или передавать его в качестве взноса в уставный капитал общества или товариществ.

Правомочие распоряжения предоставляет собственнику возможность по своему усмотрению совершать действия, *юридически определяющие судьбу имущества*, путем изменения его принадлежности, состояния или назначения, отчуждения по договору, передачи по наследству, уничтожения, развития (реконструкции) и т. д. В тех случаях, когда собственник продает свою вещь, сдает ее внаем, в залог, передает в виде вклада в хозяйственное общество или товарищество или в качестве пожертвования в благотворительный фонд, он осуществляет распоряжение вещью.

Право собственности может быть приобретено субъектом гражданско-правовых отношений по различным основаниям. К их числу относятся, например:

- договор о приватизации;
- договор о переходе (передаче) имущества в собственность;
- переход имущества между гражданами в порядке наследования;
- получение продукции либо доходов от использования собственного имущества.

В основе приобретения могут лежать различные юридические факты, которые и составляют *основание приобретения*. Касательно *недвижимости* законодателем установлены *три обязательных юридических действия*, которые в совокупности могут послужить основанием возникновения права собственности:

- договор (передача *права*);
- акт приема-передачи (передача *вещи*);
- государственная регистрация права.

В противном случае покупатель имеет только *право требования*, подтвержденное соответствующими документами. Наличие одновременно первого (передача права) и второго (передача вещи) действий еще раз подтверждает *двуединность* понятия «собственность», так же как и то, что чаще всего объектом оценки служит именно та или иная собственность.

В общем случае право собственности на имущество, которое уже имеет собственник, может приобретаться другим лицом на основании договора купли-продажи, мены, дарения или иной сделки об отчуждении этого имущества, а в случае смерти гражданина — переходить по наследству к другим лицам в соответствии с завещанием или законом.

Собственник может передать свое имущество в *доверительное управление* другому лицу (доверительному управляющему). Передача имущества в доверительное управление *не влечет* за собой перехода права собственности к доверительному управляющему, который обязан осуществлять управления имуществом в интересах собственника или указанного им третьего лица.

¹ Горемыкин В. А. Российский земельный рынок: Практическое учебно-справочное пособие. М., 1996. С. 19.

Законом могут быть установлены особенности приобретения и прекращения права собственности на имущество в зависимости от того, находится ли оно в собственности гражданина или юридического лица, в собственности РФ, субъекта РФ или в собственности муниципального образования. Законом также определены виды имущества, которые могут находиться только в *государственной* или *муниципальной собственности*.

Государственное имущество может быть передано в собственность частным лицам. Эта передача называется *приватизацией*¹. Порядок приватизации государственного имущества регламентируется в основном ст. 217 ГК РФ и Законом РФ «О приватизации государственного имущества и об основах приватизации муниципального имущества в Российской Федерации» от 21 июня 1997 г. № 23-ФЗ.

Ситуация с приватизированными государственными или муниципальными предприятиями соответствует понятию *собственность, обремененная ограничениями по пользованию*.

Статьей 213 ГК РФ установлены некоторые особенности осуществления *права собственности юридических лиц*. Коммерческие и некоммерческие организации (кроме учреждений, финансируемых собственником), а также государственные и муниципальные предприятия являются собственниками имущества, переданного им в качестве вкладов (взносов) их учредителями (участниками, членами) или приобретенного ими по иным основаниям.

Реорганизация юридического лица влечет переход права собственности на принадлежавшее ему имущество к юридическим лицам — правопреемникам реорганизованного юридического лица.

Общественные или религиозные организации (объединения), благотворительные и иные фонды — юридические лица являются собственниками приобретенного ими имущества, но могут использовать его лишь для достижения целей, предусмотренных их учредительными документами.

Законодательство РФ предусматривает возможность прекращения права собственности. Основанием для этого служат: отчуждение собственником своего имущества другим лицам, отказ собственника от права собственности, гибель или уничтожение имущества, утрата прав собственности на имущество в иных случаях, предусмотренных законом (ст. 235 ГК). Такими основаниями также могут быть признаны изъятие собственности ввиду ненадлежащего использования; изъятие ввиду необходимости производить действия, отвечающие интересам общества, или как санкция за совершенное тяжкое правонарушение. При этом необходимы веские основания для обоснования общественных интересов. И решение суда, и действия государства в защиту интересов общества различаются по способу исполнения. Тем не менее установлен² перечень фактов, при наступлении которых право собственности может быть утрачено. Среди них:

- отчуждение собственником своего имущества;
- гибель или уничтожение имущества;

¹ Не подлежат приватизации земли общего пользования в населенных пунктах (площади, улицы, парки, скверы, пляжи, водоемы и др.), земли заповедников, ботанических садов, оздоровительного и историко-культурного назначения и т. д.

² ГК РФ. Статья 235.

- отказ собственника от права собственности;
- основания общественного характера.

Принудительного изъятия у собственника имущества законодательством не допускается, кроме изъятия по следующим основаниям:

- 1) обращение взыскания на имущество по обязательствам;
- 2) отчуждение имущества, которое в силу закона не может принадлежать данному лицу;
- 3) отчуждение недвижимого имущества в связи с изъятием участка;
- 4) выкуп бесхозной культурных ценностей, домашних животных;
- 5) *реквизиция* — принудительное прекращение права собственности по основаниям общественного интереса с обязательной выплатой компенсации собственнику за утрату своего права собственности¹. При проведении реквизиции имущественный интерес собственника подлежит обязательной оценке, которая, в свою очередь, может быть оспорена в суде;
- 6) *конфискация* — принудительное прекращение права собственности без выплаты компенсации²;
- 7) отчуждение имущества в случаях, предусмотренных п. 4 ст. 252, п. 2 ст. 272, 282, 285, 293 ГК РФ.

Под категорию общественных оснований прекращения права собственности подпадают *приватизация* и *национализация*³. Национализация проводится с обязательным возмещением стоимости имущества и других убытков⁴. Изъятие имущества осуществляется на основании решения суда, если другой порядок обращения взыскания не предусмотрен законом или договором.

1.3. Понятие бизнеса как объекта оценки

С одной стороны, бизнес — это любой разрешенный законом вид деятельности, приносящий доход или другие выгоды. С другой стороны, это собственность, приносящая доход, так как «владелец бизнеса имеет право его продать, заложить, застраховать, завещать. То есть бизнес является объектом сделки, товаром со всеми присущими ему свойствами»⁵.

В практике сделок с предприятиями различают куплю-продажу предприятия и куплю-продажу бизнеса. Существуют также сделки с готовыми фирмами — под этим подразумевается купля-продажа юридических лиц — зарегистрированных фирм, которые представляют собой юридическую оболочку и не ведут предпринимательской деятельности. Этот последний вид сделок в настоящем учебном пособии не рассматривается.

¹ ГК РФ. Статья. 242.

² ГК РФ. Статья. 243.

³ ГК РФ. Статья. 235.

⁴ Там же.

⁵ Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А. Г. Грязновой и М. А. Федотовой. 2-е изд. М., 2004. С. 23.

Термины «предприятие» и «бизнес» фактически совпадают, когда речь идет о купле-продаже, хотя в действующем законодательстве такое явление, как «бизнес», отсутствует, а «предприятие» трактуется крайне односторонне. Гражданский кодекс использует понятие «предприятие» в двух разных смыслах: как субъект права (государственные и муниципальные унитарные предприятия) и как его объект. Статья 132 ГК посвящена исключительно правовой природе предприятия как объекта права. В этом качестве оно представляет собой используемый для осуществления предпринимательской деятельности имущественный комплекс, который включает все виды имущества, предназначенные для деятельности предприятия. Предприятие может принадлежать на праве собственности (праве хозяйственного ведения или оперативного управления) различным субъектам права, которые занимаются предпринимательской деятельностью. Предприятие как таковое может стать объектом различных сделок, связанных с установлением, изменением и прекращением вещных прав на него. В подобных случаях предполагается, что речь идет о соответствующем имущественном комплексе в полном, указанном выше объеме, представляющем собой «предприятие на ходу». Однако ГК допускает отчуждение и части предприятия (например, продажа завода с исключением какого-либо входящего в этот имущественный комплекс здания или цеха) с тем, что все остальное имущество, входившее в соответствующий имущественный комплекс, продолжает находиться на праве собственности, хозяйственного ведения или оперативного управления у того, кто отчуждает предприятие. Возможно также исключение из передаваемого комплекса определенных прав (например, сохранение за собственником исключительного права на ранее используемый предприятием товарный знак). Частичная (неполная) передача облегчается тем, что при продаже и сдаче в аренду предприятия в договоре должен быть непременно указан его состав. Последнее является важнейшим условием экономии на трансакционных издержках *ex post*. С учетом этого условия договора производится регистрация помимо самой сделки также и происшедшего на ее основе возникновения и изменения прав — в первом случае и возникших обременений права (при сдаче предприятия в аренду или в залог) — во втором. В законе регистрации прав на предприятия посвящена специальная статья.

Термин «бизнес», несмотря на свое широкое распространение, не является законодательно определенным. Хотя в законодательстве РФ этот термин употребляется, однако он употребляется лишь как вспомогательный, не имеющий самостоятельного значения, а скорее указывающий на определенную сферу экономики, отрасль, подотрасль или вид деятельности (например, Федеральный закон РФ «О налоге на игорный бизнес»). Основное значение этого термина — предпринимательская деятельность, которая согласно определению, данному в ст. 2 ГК РФ, является самостоятельной деятельностью, осуществляемой на свой риск и направленной на систематическое получение прибыли от пользования имуществом, продажи товаров, выполнения работ или оказания услуг лицами, зарегистрированными в этом качестве в установленном законом порядке.

В данной работе под «бизнесом» понимается предпринимательская деятельность, использующая набор инструментов (ресурсы), располагающая активами и обеспечивающая стабильный денежный оборот.

Предприятие как имущественный комплекс может включать в себя все виды имущества, предназначенные для его деятельности: земельные участки, здания, сооружения, оборудование, инвентарь, сырье, продукцию, права требования, долги, а также права на обозначения, индивидуализирующие предприятие, его продукцию, работы и услуги (фирменное наименование, товарные знаки, знаки обслуживания), и другие исключительные права, если иное не предусмотрено законом или договором.

Таким образом, ГК РФ рассматривает предприятие прежде всего как объект, состоящий из имущества, т. е. материальных активов, а также нематериальных активов, права на которые могут быть подтверждены. Кроме того, ГК устанавливает для сделок с предприятиями такой же порядок регистрации, что и для недвижимости. Статья 131 ГК РФ содержит правила государственной регистрации недвижимости, которые распространяются на любую недвижимость независимо от того, идет ли речь о недвижимом имуществе по природе или о таком, которое отнесено к недвижимости самим ГК или иными законами. Однако с точки зрения исследования купли-продажи бизнеса такое рассмотрение не является адекватным по следующим причинам.

Во-первых, ГК РФ при трактовке предприятия исходит из примата недвижимого имущества. В ст. 130 ГК РФ, а именно в п. 1, разграничены три вида недвижимости. Первый — земля и все, что прочно связано с ней, т. е. объекты, пространственное перемещение которых без несоразмерного ущерба их назначению невозможно (ч. 1, п. 1); второй — подлежащие государственной регистрации воздушные и морские суда, суда внутреннего плавания и космические объекты (первое предложение ч. 2, п. 1); третий — любое иное имущество, отнесенное к недвижимости законом (второе предложение ч. 2, п. 1). Таким образом, в одних случаях государственная регистрация представляет собой следствие отнесения имущества к недвижимости, а в других (воздушные и морские суда, суда внутреннего водного транспорта, космические объекты) — наоборот, государственная регистрация — конститутивный признак, благодаря которому на соответствующие виды движимого имущества распространяется в определенных пределах установленный для недвижимости правовой режим.

Во-вторых, подход к предприятию как к имущественному комплексу не учитывает тот практически важный момент, что никто не будет покупать без значительного дисконта бизнес с неуккомплектованным штатом или при отсутствии ключевых топ-менеджеров. Таким образом, при купле-продаже предприятия принципиальное значение имеет наличие кадров и менеджмента, что служит своего рода показателем того, что бизнес управляется и все бизнес-процессы хорошо организованы. Данный вопрос является одним из наиболее сложных, так как купля-продажа бизнеса происходит в институциональной среде, которая не предполагает закрепления работника за рабочим местом на определенный срок без его согласия.

В-третьих, предприятие как имущественный комплекс не включает в себя такой важный элемент любого бизнеса, как лицензии и другие разрешительные документы, дающие право на занятие определенными видами деятельности. Особенно это актуально для малого и среднего бизнеса, оказывающего услуги населению и предприятиям. Так, для работы склада необходимо наличие как мини-

мум восьми лицензий. Однако лицензии выдаются на юридическое лицо, а не на предприятие — имущественный комплекс. А между тем купля-продажа бизнеса предполагает, что новому собственнику перейдет все в готовом виде и ему не придется заново заниматься организацией бизнес-процессов.

В-четвертых, покупка бизнеса, как мелкого и среднего, так и крупного, зачастую представляет собой приобретение «входного билета», пропуска на рынок. Покупая предприятие, предприниматель рассчитывает, что оно сохранит свои позиции на рынке и к нему вместе с имуществом перейдут также и все клиенты. Это та область отношений, которая описывается понятием деловой репутации (*good will*) и в современной российской практике практически не отражается в официальной стоимости активов. Зачастую при покупке малого и среднего предприятия покупателя больше волнует сохранение клиентов, чем сохранение имущественного комплекса.

Таким образом, в настоящее время понятие «предприятие», описанное в ГК РФ, неадекватно отражает сущность сделок купли-продажи предприятий. На практике, покупая предприятие, инвестор интересуется прежде всего бизнесом в описанном выше смысле, а имущественный комплекс является только частью бизнеса.

Приобретение действующего бизнеса может быть описано как совокупность действий по передаче субъекта предпринимательской деятельности вместе с правами на ведение деятельности (в основном юридического лица), видов деятельности, активов и обязательств. Передача всех элементов бизнеса преемнику позволяет ему продолжать заниматься данной предпринимательской деятельностью.

Однако важно иметь в виду, что процессу передачи бизнеса должна предшествовать его оценка.

1.4. Стандартизация в сфере оценки

Стандартизацию, происходящую в настоящее время в различных сферах профессиональной деятельности, следует рассматривать как атрибут современного развития рыночной экономики с присущей ей конкуренцией, борьбой за доверие потребителей. Проблема качества актуальна для всех стран независимо от зрелости их рыночной экономики. Кроме того, международное сотрудничество в любой сфере требует гармонизации существующих национальных норм и правил с международными.

Для того чтобы разобраться в особенностях происходящего процесса стандартизации в сфере оценки, необходимо ознакомиться с общим понятием стандартизации, ее видами, объектами, особенностями этого процесса как в мировом масштабе, так и в России.

В соответствии со ст. 2 Федерального закона «О техническом регулировании»¹ стандартизация — это «деятельность по установлению правил и характе-

¹ Федеральный закон «О техническом регулировании» от 27 декабря 2002 г. № ФЗ-184, регламентирующий отношения, возникающие при разработке, принятии, применении и исполнении обязательных требований к *продукции*, процессам ее производства, эксплуатации, хранения, перевозки, реализации и утилизации. Совершенно очевидно, что *аналогичный* закон *необходим* для сферы стандартизации *услуг и работ* в России. Именно ему должен был бы следовать процесс стандартизации, проводимый в *сфере оценочной деятельности*.

ристик в целях их добровольного многократного использования, направленная на достижение упорядоченности в сферах производства и обращения продукции и повышения конкурентоспособности продукции, работ, услуг». Основными *результатами деятельности по стандартизации* должны быть: повышение степени соответствия продукта/услуг/процессов их функциональному назначению, устранение технических барьеров в международном товарообмене, содействие научно-техническому прогрессу и сотрудничеству в различных областях.

Стандартизация осуществляется на разных *уровнях*: международном, региональном (например, в Европе — среди стран — участниц ЕС), национальном и административно-территориальном (в одном конкретном государстве).

Объектом стандартизации могут быть *продукция, услуги и процессы*, имеющие перспективу многократного воспроизведения и/или использования. *Аспект стандартизации* — это направление стандартизации выбранного объекта стандартизации, характеризующее определенное свойство (или группу свойств) данного объекта. Так, аспектами стандартизации конкретной *продукции* являются термины и определения, условные обозначения и сокращения, классификация, требования к главным параметрам и/или размерам, требования к основным показателям уровня качества и т. п.

Для исследования процесса стандартизации *в сфере оценки* может быть использовано следующее определение стандарта¹:

«*Стандарт* — это нормативный документ, разработанный на основе соглашения большинства заинтересованных сторон и утвержденный признанным органом, в котором устанавливаются общие принципы, характеристики, требования и методы, касающиеся определенных объектов стандартизации, направленные на упорядочение и оптимизацию работы в определенной области».

Виды стандартов определяются *в соответствии с уровнем* проводимой стандартизации, т. е. выделяют стандарты международные (и международные региональные), государственные (и государственные региональные), отраслевые стандарты и стандарты общественных объединений (научно-технических обществ), корпоративные стандарты и стандарты предприятий. Существуют также стандарты на новые виды продукции и услуг.

Рассмотрим подробнее те стандарты различных уровней *в сфере оценки*, на которые оценщик обязан ориентироваться в своей непосредственной практической деятельности.

Международные стандарты оценки (МСО) призваны отражать современные требования, предъявляемые к оценщику в его профессиональной деятельности².

Стандарты описывают процедуры, которых следует придерживаться при проведении оценки, при проверке результатов оценки или при осуществлении консультационных услуг, а также формулируют требования к форме изложения результатов оценки. В них подчеркивается важность того, чтобы профессиональный оценщик строил анализ и сообщал свои выводы и рекомендации клиенту в доступной для понимания и не вводящей в заблуждение форме.

¹ *Касьяненко Т. Г.* О проблемах стандартизации оценки в России // Проблемы современной экономики. 2008. № 3.

² Из преамбулы МСО, выражающей их миссию.

Каждый стандарт соответствует некоторому классу ситуаций, относящихся к процессу оценки¹. При этом каждый стандарт, несмотря на то что он может публиковаться в качестве отдельной группы разделов, на самом деле является составной частью единого целого.

Определения, предварительные замечания, понятия и принципы оценки наряду с другими общими элементами следует рассматривать в качестве неотъемлемой части каждого стандарта.

Для решения поставленных задач каждый стандарт содержит в своей структуре следующие разделы:

1. Введение.
2. Область применения.
3. Определения.
4. Взаимосвязь со стандартами бухгалтерского учета.
5. Формулировка стандарта.
6. Замечания.
7. Требования к изложению фактического материала.
8. Условия отступления от стандарта.
9. Дата вступления в силу.

МСО составлены для оценщиков и пользователей услугами по оценке, которые должны требовать, чтобы работа по оценке проводилась в точном соответствии с этими стандартами и *национальными* стандартами, утвержденными на государственном уровне.

МСО определяют «стоимость действующего предприятия» как стоимость, приписываемую бизнесу *в целом*, а не какой-либо из его составных частей. Стоимость отдельных активов как компонентов действующего предприятия определяется на основе их вклада в общее целое и обычно рассматривается как их потребительская стоимость *для конкретного бизнеса и его владельца*. Но при этом ни одна из этих компонент рыночной стоимости не образует. В связи с этим и в Международных стандартах оценки нет детального рассмотрения вопросов оценки бизнеса.

Детальное рассмотрение оценки бизнеса содержится в стандарте по оценке бизнеса Американского общества оценщиков, принятом Комитетом по оценке бизнеса в июне 1991 г.

По *Американским стандартам оценки*, «оценка бизнеса — это процесс подготовки заключения или определения стоимости предприятия или доли акционеров в его капитале». При этом имеется в виду стоимость действующего (функционирующего) предприятия.

Американский стандарт оценки содержит всю необходимую терминологию, используемую при оценке бизнеса, общие требования к выполнению оценки, под-

¹ Так, в МСО-1 рассматривается понятие *рыночной стоимости* как базы оценки. В МСО-2 приводятся *базы оценки, отличные от рыночной стоимости*. Стандарт 3 устанавливал нормы проведения *оценки в целях финансовой отчетности и смежной документации*. В МСО-4 описывались рекомендации относительно проведения *оценки ссудного обеспечения, залога и обеспечения долговых обязательств и т. д.*

робное содержание формы отчета, подходы к оценке бизнеса на основе активов, рыночного и доходного подходов, а также требования по подготовке оценочного заключения.

Европейские стандарты оценки (ЕСО) включают непосредственно стандарты, руководства и приложения. Так, ЕСО-2000 помимо девяти стандартов, включают также тринадцать руководств к ним, дающих указания по интерпретации и практическому использованию общих принципов и методов, изложенных в стандартах. В числе таких методических рекомендаций по оценке присутствуют следующие руководства:

- 1) факторы, влияющие на стоимость;
- 2) оценка специальных объектов;
- 3) оценка машин и оборудования;
- 4) оценка активов, предназначенных для инвестиций;
- 5) оценка сельскохозяйственных объектов;
- 6) оценка исторических объектов;
- 7) оценка бизнеса;
- 8) оценка нематериальных активов;
- 9) оценка индексов недвижимости;
- 10) международные оценки;
- 11) оценка совместных предприятий и обществ с ограниченной ответственностью;
- 12) распределение стоимости между землей и зданиями;
- 13) особенности оценки в различных странах.

Кроме того, ЕСО 2000 содержат девять приложений, в которых дается дополнительная информация, представляющая интерес для оценщика, — например, требования к сертификации оценщика, вопросы, касающиеся рецензирования отчетов об оценке и этики оценщика, примеры заданий на оценку, глоссарий терминов, используемых в оценке и смежных дисциплинах.

Следует отметить, что оценка для целей налогообложения и принудительного отчуждения собственности не является предметом ЕСО. Однако общие принципы, изложенные в них, могут применяться в тех случаях, когда какого-либо другого определенного руководства не существует. Одной из главных особенностей ЕСО является их *ориентация на оценки, выполняемые для целей составления финансовой бухгалтерской отчетности в соответствии с принятым европейским законодательством*.

Заметим, что в ЕСО «различие между экспертами, производящими оценку недвижимости и оценку бизнеса в целом, существующее в некоторых странах, считается искусственным». А потому Европейские стандарты оценки недвижимости не предусматривают детального рассмотрения вопросов, связанных с оценкой бизнеса. В соответствии с Европейскими стандартами оценки бизнес может быть оценен как действующее предприятие. *Стоимость действующего предприятия* есть стоимость, созданная в результате его проверенной (текущей) деятельности. Она является выражением стоимости устойчивого бизнеса как единого целого и получается из капитализации прибылей данного предприятия, отражающих оборот и услов-

ные обязательства. Стоимость, полученная таким образом, включает долю земли и зданий, машин и оборудования, гудвила и прочих нематериальных активов.

Не останавливаясь подробно на анализе международных, европейских и американских стандартов оценки, отметим в них лишь те моменты, которые обязан учитывать каждый российский оценщик, выполняя задание по оценке предприятия (бизнеса), поскольку они будут общими для оценщиков всех стран.

Изменения и тенденции развития в экономике, в теории инвестирования, на финансовых рынках, в регулировании рынка ценных бумаг, в налоговом законодательстве и т. д. могут существенно повлиять на методику оценки предприятия. Поэтому оценщик обязан оценить риск, связанный с определением коммерческого позиционирования оцениваемого предприятия. Особенно важно, чтобы в результате привлечения или, напротив, упущения каких-либо данных не было искажения информации, а также чтобы чувствительность оценки к существенным изменениям в коммерческом потенциале предприятия, как и любые вопросы, касающиеся конкуренции, среды, законодательный и другие факторы, подверженные изменениям, получали прямую оценку.

При оценке предприятия или доли собственника в акционерном капитале необходимо учитывать любые соглашения о купле-продаже, ограничения, связанные с уведомлением об инвестировании, ограничительные статьи устава акционерной компании или устава корпорации, ограничительные статьи в соглашении и создании товарищества, а также является ли оцениваемый интерес собственника капитала контрольным или миноритарным, и прочие подобные факторы, способные повлиять на результат оценки.

При оценке бизнеса как действующего предприятия оценщик должен также принимать во внимание стоимость при ликвидации, которая может оказаться выше стоимости этого предприятия как действующего бизнеса, либо в том случае, когда оно имеет лишь минимальную прибыль или несет убытки, либо когда основные активы, как личные, материальные активы, так и нематериальная интеллектуальная собственность, к примеру торговые марки, могут иметь существенную раздельную стоимость.

Немаловажное для российских оценщиков замечание содержится в европейских стандартах оценки: «В случае новой, начинающей работать компании оценщику необходимо смоделировать вероятный будущий счет прибылей и убытков с соответствующими скидками на риск». Он может воспользоваться при этом бизнес-планом владельца предприятия, но при этом должен критически подходить к оценке значимости данного плана.

Оценщик должен распознавать и хорошо понимать движущие рыночные силы для данного бизнеса, текущие тенденции бизнеса, доступность заемного и собственного финансирования, экономику спроса и предложения в данном секторе, масштаб и распространение эффективной фактической и предполагаемой конкуренции, изменения в транспортной инфраструктуре, географическое положение и социально-экономический профиль населения в данном регионе.

Зарубежный опыт свидетельствует о сложности и трудоемкости процедуры разработки и согласования стандартов оценки, так как они затрагивают множество смежных областей деятельности — бухгалтерский учет, аудит, ипотечное кредитование, страхование, налогообложение и т. д. Согласованная отчетность

и принятие надлежащих процедур при выполнении оценок, как это требуется в соответствии со стандартами оценки, являются необходимым условием для принятия выверенного и соответствующего решения, для оптимизации экономических результатов.

1.5. Федеральные стандарты оценки

Оценочная деятельность в Российской Федерации за последние годы достигла вполне конкретных и значимых результатов. Анализ текущего состояния и перспектив отечественной практики показывает, что ближайшие годы должны характеризоваться углублением качественной стороны оценочной деятельности. В частности, первоочередной задачей является *стандартизация* всех аспектов оценочной деятельности с учетом обеспечения ее соответствия международным требованиям и потребностям отечественного рынка, идущего по пути интеграции в мировую экономику.

Вопрос о *необходимости* стандартизации оценки в России не подвергается сомнению. Он поднимался в проекте *Концепции развития оценочной деятельности на среднесрочную перспективу* (где были сформулированы также цели стандартизации), который был принят Экспертно-консультативным советом по оценочной деятельности (ЭКСОД) при Минэкономразвития РФ в ноябре 2006 г. В этой Концепции были установлены следующие причины, по которым *необходима стандартизация* оценки как вида профессиональной деятельности:

- 1) «*оценочная деятельность* — это единый вид деятельности, который должен *регулироваться* по единым правилам» (следует устранить «опасность распыления и дублирования правоустанавливающих функций в сфере оценочной деятельности и построения ведомственных подходов к методологии и правоотношениям, возникающим в сфере независимой оценки»);
- 2) «расчеты оценщиков для целей сопоставимости должны базироваться на *единой методологии*, несмотря на наличие отраслевой специфики, различий в целях оценки и видах определяемой стоимости»;
- 3) «стандартизация призвана решить также назревшую проблему формирования *единого понятийного аппарата оценки* имущества (следует обеспечить *единое толкование применяемых терминов*, прежде всего относящихся к определению различных видов стоимостей, в том числе рыночной стоимости; объектов оценки и субъектов оценочной деятельности)»;
- 4) «необходимо обеспечение взаимного соответствия базовых понятий МСО и определений в сфере оценочной деятельности, используемых в законодательстве об оценочной деятельности и смежном законодательстве».

Правовые основы **стандартизации в Российской Федерации** установлены Законом РФ «О стандартизации». Первые российские «Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности» были утверждены Постановлением Правительства Российской Федерации «Об утверждении стандартов оценки» от 6 июля 2001 г. № 519 в соответствии со ст. 19 и 20 Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» и имели статус Государственных стандартов.

Стандарты состояли из трех разделов.

I. *Общие положения.*

II. *Определение видов стоимости объекта оценки, подходов к оценке и методов оценки.* Помимо определения рыночной стоимости объекта оценки здесь было дано определение видов стоимостей, отличных от рыночной:

- стоимость объекта оценки с ограниченным рынком;
- стоимость замещения объекта оценки;
- стоимость воспроизводства объекта оценки;
- стоимость объекта оценки при существующем использовании;
- инвестиционная стоимость объекта оценки;
- стоимость объекта оценки для целей налогообложения;
- ликвидационная стоимость объекта оценки;
- утилизационная стоимость объекта оценки;
- специальная стоимость объекта оценки.

Также были даны определения трех основных подходов к оценке: затратного, сравнительного и доходного.

III. *Требования к проведению оценки.* Были определены основные требования к проведению оценки, этапы проведения оценки, порядок сбора и обработки информации.

Признавая важность такого политического события, как появление в практике оценочной деятельности в России *первых* государственных стандартов, необходимо тем не менее отметить, что их *профессиональное содержание* оставляло желать лучшего¹. Данные стандарты отменены с 1 января 2008 г. Их заменили Федеральные стандарты оценки (ФСО).

Вышеупомянутая Концепция одной из задач в программе развития оценочной деятельности на среднесрочную перспективу поставила формирование *системы* федеральных стандартов оценки. В ней, в частности, отмечалось, что «Федеральные стандарты оценки, представляющие собой *верхний* уровень нормативных правовых актов, регулирующих вопросы методологии оценочной деятельности, должны разрабатываться в соответствии с законодательством Российской Федерации и Международными стандартами оценки, а также с учетом накопленного опыта российских оценщиков и интересами потребителей оценочных услуг».

Система федеральных стандартов оценки, разрабатываемых с привлечением профессионального сообщества и утверждаемых уполномоченным федеральным органом исполнительной власти, должна включать в себя:

- «базовые федеральные стандарты;
- федеральные стандарты, раскрывающие *особенности определения стоимости имущества для целей применения* результатов оценки в рамках смежных профессий, в том числе для целей составления финансовой отчетности, налогообложения, кредитования, страхования;
- федеральные стандарты, представляющие собой *руководства по оценке различных объектов имущества*, в том числе недвижимого имущества, пред-

¹ См.: Касьяненко Т. Г. Концептуальные основы оценки бизнеса: отражение особенностей становления профессиональной оценки в России. СПб., 2006. С. 27–34.

приятия (бизнеса), машин и оборудования, объектов интеллектуальной собственности, объектов культурного наследия.

Помимо разработки проектов федеральных стандартов оценки для формирования достаточно полной методологической базы оценки имущества целесообразно разработать *нормативные правовые документы второго уровня*, включая методические указания и рекомендации, в том числе по вопросам, раскрываемым в федеральных стандартах оценки».

Таким образом, впервые в российской оценке была предусмотрена разработка *системы стандартов*, охватывающих полный спектр задач, возникающих в оценочной практике.

В Концепции отмечалось также, что «разработка системы федеральных стандартов оценки должна осуществляться с учетом специфики процессов индивидуальной и массовой оценки. Необходимо предусмотреть требования, а также критерии качества и контроль результатов массовой оценки».

Предполагалось, что вышеизложенная процедура формирования системы федеральных стандартов оценки и нормативных правовых документов второго уровня, их внедрение в законодательное поле и практику оценочной деятельности в Российской Федерации займет около трех лет, а их разработка будет осуществлена в течение 2006–2007 гг. В действительности за этот срок были разработаны лишь стандарты первой группы¹.

На сегодняшний день российские оценщики используют три первых ФСО 1–3, названных *базовыми*, которые были утверждены Приказом Минэкономразвития России в июле 2007 г., зарегистрированы в Минюсте РФ в августе 2007 г. и опубликованы в начале сентября 2007 г. Рассмотрим их содержание.

ФСО-1 «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки». В стандарте даются трактовки таких понятий, как стоимость, цена, затраты, объект оценки, дата оценки, срок экспозиции, НЭИ объекта, подход, итоговая стоимость объекта оценки и экспертиза отчета об оценке. В нем сформулированы определения трех подходов к оценке: доходного, сравнительного и затратного — и определены требования, которые должен соблюдать оценщик при их применении. Стандарт устанавливает также этапы процедуры оценки, содержание задания на оценку и требования к используемой оценщиком информации.

ФСО-2 «Цель оценки и виды стоимости». В стандарте перечислен ряд случаев, в которых могут использоваться результаты оценки, и определены четыре конкретных вида стоимости (рыночная, инвестиционная, ликвидационная и кадастровая) с указанием возможных ситуаций их применения.

ФСО-3 «Требования к отчету об оценке». В стандарте определяется понятие «отчет об оценке» и сформулированы требования:

- к составлению отчета об оценке;
- к его содержанию;
- к описанию в отчете об оценке информации, используемой при проведении оценки;
- к описанию методологии оценки и расчетов.

¹ Федеральных стандартов по оценке бизнеса, недвижимости и других видов имущества пока нет.

ФСО 1–3 являются *обязательными* к применению при осуществлении оценочной деятельности, поскольку для оценщиков жизненно важно обеспечить соблюдение лучших методов и практики оценки. Несоблюдение стандартов — это признак непрофессионализма, и оценщик, не соблюдающий их, рискует в лучшем случае быть обвиненным в профессиональной небрежности. Стандарты показывают минимальный уровень качества, на основании которого оценщики должны оценивать свою продукцию. Пользователи оценок, в свою очередь, получают базу для измерения своих разумных ожиданий в отношении компетентности оценщика, а также соблюдения им профессиональных и этических стандартов.

1.6. Информация в сфере оценки бизнеса

Информационное обеспечение — основа процесса оценки бизнеса. Без предварительного анализа объемов необходимой информации, источников ее получения и затрат (финансовых, трудовых) невозможно правильно составить график проведения оценки, определить методику проведения работ и сформировать бюджет проекта.

Необходимая для процесса оценки бизнеса информация может быть классифицирована следующим образом:

- по источникам: полученная на рынке; полученная в оцениваемой компании.
- по типу: юридическая, финансовая, техническая, коммерческая.
- по масштабам: общеэкономическая, отраслевая, об отдельном предприятии и его подразделениях.

В целом информацию, используемую для оценки бизнеса, можно разделить на две категории: внешняя информация и внутренняя информация.

Внешняя информация, используемая в оценке бизнеса, отражает условия функционирования предприятия в отрасли и в экономике в целом.

В основе принципа «нормальности функционирования бизнеса» лежит оптимальное сочетание объема продаж, получаемой прибыли и финансовых ресурсов, которые в значительной мере определяются именно внешними условиями:

- макроэкономическими и отраслевыми факторами;
- уровнем инфляции;
- темпами экономического развития страны;
- условиями конкуренции в отрасли и т. д.

К внешней информации также относится взаимодействие предприятия:

- с производственно-хозяйственными структурами (другими предприятиями);
- со структурами управления и регулирования (налоговыми органами, органами самоуправления);
- со структурами финансово-кредитной системы (банками, кредитными организациями).

Особенность оцениваемого бизнеса раскрывается на основании наиболее полной и точной *внутренней информации*, характеризующей предприятие и его деятельность.

Если на предприятии разработан бизнес-план, то в разделе, посвященном описанию предприятия, уже есть информация, включающая такие данные, как:

- характеристика отрасли;
- основные показатели текущего финансового состояния предприятия;
- организационно-правовая форма;
- размер уставного капитала; сведения о владельцах с наибольшей долей уставного капитала;
- принадлежность предприятия к концернам, холдингам.

Кроме этого, для оценки важны следующие сведения:

- ретроспективные данные об истории предприятия. Здесь важны два аспекта: описание процесса производства по каждому виду продукции и описание истории предприятия;
- описание маркетинговой стратегии предприятия (определяется, во-первых, внешними факторами; во-вторых, периодом жизненного цикла производимых товаров; в-третьих, наличием производственных мощностей);
- финансовая информация, отражающая текущее состояние дел предприятия на дату оценки.

Основными источниками необходимой для проведения работ по оценке бизнеса информации являются:

- бухгалтерский баланс (форма № 1);
- отчет о прибылях и убытках (форма № 2);
- отчет о движении денежных средств (форма № 3).

Указанные источники служат основанием для ответа на вопрос о действительной величине чистой прибыли, финансового риска и рыночной стоимости материальных и нематериальных активов.

Для более детального анализа, подтверждающего или вносящего свои дополнительные плюсы или минусы, могут быть использованы и другие формы бухгалтерской отчетности, а также внутренняя отчетность предприятия (оперативная или управленческая).

Совокупность данных, которые могут быть использованы при оценке бизнеса, целесообразно классифицировать по четырем группам.

Первая группа характеризует источники финансовых выгод от бизнеса. К ним могут относиться:

- прибыль или иные денежные поступления от операций и/или инвестиций;
- продажа или залог активов;
- продажа бизнеса.

Набор источников финансовых выгод ограничен. Как правило, выявление их полного состава для анализа не представляет особых трудностей. Но необходимо иметь в виду, что неправильно определенный состав выгод может существенно снижать достоверность оценки.

Вторая группа представляет собой финансовые показатели бизнеса за определенный ретроспективный период и на определенную перспективу (1–3 года):

- **прибыль.** В оценке используется чистая прибыль, но зачастую оказывается целесообразным использовать не прибыль, а денежный поток. Денежный поток, поступающий в распоряжение собственника бизнеса, состоит из чистой

прибыли и амортизационных отчислений, исчисленных по балансовой стоимости основных фондов и нематериальных активов. Конкретное содержание и способ расчета денежного потока будут рассматриваться далее. Здесь отметим, что денежный поток более применим в капиталоемких отраслях и при высокой инфляции. Он всегда более стабилен, чем чистая прибыль, что и делает его применение целесообразным;

- **дивиденды или способность их выплачивать.** Современная теория и практика оценки бизнеса придает дивидендам меньшее значение, чем доходности компаний. Однако если инвестор покупает неконтрольный пакет в бизнесе, влияние дивидендов на принятие им решения значительно;
- **активы.** Важно правильно понимать роль активов в оценке бизнеса: владение частью бизнеса не дает права на пропорциональную долю активов, а лишь право получения части доходов (см. ГК РФ, ч. 1). Для действующего предприятия активы влияют на доходность через уровень риска. Для ликвидируемого предприятия активы — основной источник дохода;
- **выручка** и др.

Каждый из этих показателей должен анализироваться в динамике.

Третья группа — нефинансовые показатели бизнеса, в том числе:

- **доля сделки в общем объеме бизнеса.** Здесь важно выделить два варианта сделок: сделки с контрольным пакетом (долей) или сделки с неконтрольным пакетом (миноритарной долей). Приобретение контрольного пакета в конкретном предприятии дает возможность управления им (принятия выгодных владельцу пакета решений). То есть владелец контрольного пакета получает дополнительные финансовые выгоды по сравнению с владельцем миноритарной доли. Следовательно, справедливо предположить, что одна акция в контрольном пакете должна стоить дороже, чем эта же акция в миноритарной доле;
- **организационно-правовая форма бизнеса и его уставные положения.** Влияние этой характеристики бизнеса связано с его ликвидностью напрямую (открытые АО всегда более ликвидны, чем закрытые компании) и косвенно — с ограничением прав собственника, заложенным в уставе.

Четвертую группу информации, используемой оценщиком, составляют внешние для фирмы факторы. Наиболее значимыми из них являются:

- уровень процентных ставок ЦБ РФ и коммерческих банков, характеризующий социально-экономическое положение страны и инвестиционную политику правительства;
- факторы риска, в том числе отраслевые, региональные.

Основными источниками информации по факторам макроэкономического риска являются:

- программы правительства;
- аналитические обзоры информационных агентств («ВЕДИ», «МИГ», «Альфа Капитал», «Финмаркет» и др.);
- данные Государственного комитета по статистике;
- информационные отраслевые бюллетени, например Российский нефтяной бюллетень, и т. п.

Источниками информации по рынкам сбыта, спросу, условиям конкуренции служат:

- данные отдела маркетинга оцениваемого предприятия;
- данные Госкомитета по статистике;
- отраслевые информационные издания;
- фирмы-дилеры;
- таможенное управление;
- бизнес-план и т. п.

При использовании затратного метода оценки очень полезен справочник фирмы «КО Инвест», содержащий информацию для определения полных затрат.

Для метода сравнительного анализа продаж целесообразно использовать:

- информационно-аналитический ежегодник «Недвижимость Петербурга»;
- еженедельник «Бюллетень недвижимости»;
- еженедельный бюллетень информационного агентства «Недвижимость Петербурга» «Городской каталог недвижимости»;
- еженедельную информационную газету «Недвижимость и строительство Петербурга» и т. д.

Необходимо учесть, что все данные из бюллетеней, газет, журналов обычно являются неполными и требуют перепроверки и поправки на «цену предложения». Такая поправка обусловлена тем, что агентства недвижимости в качестве посредников устанавливают свою торговую наценку (до 8% на объект и более) при продаже объекта. И вполне естественно, что оценщик должен «очистить» цену продажи от этой торговой наценки.

Особое внимание эксперт-оценщик должен уделять информации о загрязнении окружающей среды, производимом оцениваемым предприятием. Известны случаи, когда эксперт оценивает предприятие высоко, тогда как администрация города уже приняла решение о его ликвидации из-за негативного влияния на окружающую среду.

Контрольные вопросы

1. Какими законодательными актами регулируется рыночная оценка имущества предприятия?
2. Что понимается под оценочной деятельностью?
3. Что является объектами оценки?
4. Какие требования предъявляются к оценщику?
5. В каком случае проведение оценки является обязательным?
6. Перечислите формы собственности в бизнесе.
7. Дайте определение понятий «владение», «пользование», «распоряжение».
8. С какой целью в оценке должна быть проведена стандартизация?
9. Какие разделы содержатся в любом стандарте?
10. Приведите классификацию информации, необходимой для оценки бизнеса.
11. Назовите основные источники информации, необходимой для оценки бизнеса.

Тесты

1. Какие из перечисленных ниже прав на недвижимое имущество подлежат государственной регистрации:
 - а) право собственности;
 - б) право хозяйственного ведения;
 - в) право оперативного управления;
 - г) ипотека;
 - д) сервитут;
 - е) все вышеперечисленное?
2. Право собственности на земельный участок распространяется на:
 - а) поверхностный (почвенный) слой, замкнутые водоемы, находящиеся на нем лес и растения;
 - б) поверхностный (почвенный) слой, замкнутые водоемы, находящиеся на нем лес и растения, находящиеся под ним полезные ископаемые и другие природные ресурсы;
 - в) поверхностный (почвенный) слой и замкнутые водоемы, находящиеся в границах этого участка.
3. Из нижеперечисленных утверждений отметьте только те, которые, на ваш взгляд, являются неправильными:
 - а) сервитут — это право ограниченного пользования чужим земельным участком;
 - б) сервитут может устанавливаться для обеспечения прохода и проезда через соседний земельный участок, прокладки и эксплуатации линий электропередачи, связи, трубопроводов, обеспечения водоснабжения и мелиорации, а также других нужд собственника недвижимого имущества, которые не могут быть обеспечены без установления сервитута;
 - в) обременение земельного участка сервитутом лишает собственника участка права распоряжения этим участком;
 - г) собственник участка, обремененного сервитутом, вправе требовать от лиц, в интересах которых установлен сервитут, соразмерной платы за пользование участком, которая может быть учтена в расчете совокупного дохода;
 - д) сервитутом не могут обременяться здания и сооружения.
4. Гражданское право:
 - а) регулирует отношения охраны общественной безопасности и общественного порядка, защиты жизни и здоровья граждан;
 - б) регулирует имущественные и связанные с ними личные неимущественные отношения;
 - в) регулирует отношения в сфере государственного управления как между государственными органами, так и между государством и гражданами.
5. В соответствии со ст. 209 ГК РФ «Содержание права собственности» право собственности содержит:
 - а) право владения, право применения, право пользования и право распоряжения;

- б) право владения, право распоряжения и право управления;
 - в) право пользования, право владения и право распоряжения.
6. В качестве ограничения (обременения) объекта недвижимого имущества могут выступать:
- а) сервитут;
 - б) аренда;
 - в) арест;
 - г) ипотека;
 - д) все вышеперечисленное.
7. Государственная регистрация прав на предприятие как имущественный комплекс и сделок с ним в целом осуществляется:
- а) по месту нахождения земельных участков и объектов недвижимого имущества, входящих в состав предприятия;
 - б) по месту фактического нахождения предприятия;
 - в) по месту регистрации предприятия как юридического лица.
8. В соответствии с ФЗ «Об оценочной деятельности в РФ» права требования и обязательства (долги):
- а) относятся к объектам оценки;
 - б) не относятся к объектам оценки.

Глава 2

Методологические основы оценки бизнеса

В главе приводится понятие стоимости предприятия; названы виды стоимости, определяемой при оценке; факторы, влияющие на величину стоимости предприятия, и принципы, которыми следует руководствоваться, производя оценку бизнеса. Перечислены виды рисков, встречающихся в бизнесе, методы их измерения и учета в оценке, дана общая характеристика подходов и методов в оценке бизнеса.

2.1. Цели и функции оценки бизнеса

Оценку бизнеса проводят в целях:

- повышения эффективности текущего управления предприятием, фирмой;
- определения стоимости ценных бумаг в случае купли-продажи акций предприятий на фондовом рынке. Для принятия обоснованного инвестиционного решения необходимо оценить собственность предприятия и долю этой собственности, приходящуюся на приобретаемый пакет акций, а также возможные будущие доходы от бизнеса;
- определения стоимости предприятия в случае его купли-продажи целиком или по частям. Часто бывает необходимо оценить предприятие для подписания договора, устанавливающего доли совладельцев в случае расторжения договора или смерти одного из партнеров;
- реструктуризации предприятия. Проведение рыночной оценки предполагается в случае ликвидации предприятия, слияния, поглощения либо выделения самостоятельных предприятий из состава холдинга;
- разработки плана развития предприятия. В процессе стратегического планирования важно оценить будущие доходы фирмы, степень ее устойчивости и ценность имиджа;
- определения кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании;
- страхования, в процессе которого возникает необходимость определения стоимости активов в преддверии потерь;
- налогообложения;
- принятия обоснованных управленческих решений. Инфляция искажает финансовую отчетность предприятия, поэтому необходима периодическая переоценка имущества предприятия независимыми оценщиками;

- осуществления инвестиционного проекта развития бизнеса. В этом случае для его обоснования необходимо знать исходную стоимость предприятия в целом, его собственного капитала, активов, бизнеса.

Если же объектом сделки купли-продажи, кредитования, страхования, аренды или лизинга, внесения пая является какой-либо элемент имущества предприятия, а также если определяется налог на имущество и т. п., то отдельно оценивается необходимый объект, например недвижимость, машины и оборудование, нематериальные активы.

Таким образом, обоснованность и достоверность оценки стоимости имущественного комплекса во многом зависят от того, насколько правильно определена область использования оценки: купля-продажа, получение кредита, страхование, налогообложение и т. д.

При этом один и тот же объект, оцененный в один и тот же момент, будет обладать разной стоимостью в зависимости от целей его оценки, поскольку стоимость будет определяться разными методами и со стороны различных субъектов. Примерная классификация целей оценки бизнеса представлена в табл. 2.1.

Таблица 2.1. Примерная классификация целей оценки бизнеса со стороны различных субъектов¹

Субъект оценки	Цели оценки
Предприятие как юридическое лицо	Обеспечение экономической безопасности Разработка планов развития предприятия Выпуск акций Оценка эффективности менеджмента
Собственник	Выбор варианта распоряжения собственностью Составление объединительных и разделительных балансов при реструктуризации Обоснование цены купли-продажи предприятия или его доли Установление размера выручки при упорядоченной ликвидации предприятия
Кредитные учреждения	Проверка финансовой дееспособности заемщика Определение размера ссуды, выдаваемой под залог
Страховые предприятия	Установление размера страхового взноса Определение суммы страховых выплат
Фондовые биржи	Расчет конъюнктурных характеристик Проверка обоснованности котировок ценных бумаг
Инвесторы	Проверка целесообразности инвестиционных вложений Определение допустимой цены покупки предприятия в целях включения его в инвестиционный проект
Государственные органы	Подготовка предприятия к приватизации Определение облагаемой базы для различных видов налогов Установление выручки от принудительной ликвидации через процедуру банкротства Оценка для судебных целей

¹ Кузнецов С. Оценка бизнеса // Аудит и налогообложение. 2002. № 6. С. 25.

Оценка стоимости оборудования необходима в случаях:

- продажи некоторых единиц оборудования, приборов и оснастки по ряду причин: чтобы избавиться от ненужного, физически или морально устаревшего оборудования; расплатиться с кредиторами при неплатежеспособности; заменить оборудование более прогрессивным по экономическим и экологическим критериям;
- оформления залога под какую-то часть движимого имущества для обеспечения сделок и кредита;
- страхования движимого имущества;
- передачи машин и оборудования в аренду;
- организации лизинга машин и оборудования;
- определения налоговой базы для основных средств при исчислении налога на имущество;
- оформления машин и оборудования в качестве вклада в уставный капитал другого предприятия;
- оценки машин и оборудования при реализации инвестиционного проекта.

Оценка стоимости фирменного знака или других средств индивидуализации предприятия и его продукции (услуг) производится:

- при их перекупке, приобретении другой фирмой;
- при предоставлении франшизы новым компаньонам, когда расширяется рынок сбыта и увеличивается объем продаж;
- при установлении ущерба, нанесенного деловой репутации предприятия незаконными действиями со стороны других предприятий;
- при использовании их в качестве вклада в уставный капитал;
- при определении стоимости нематериальных активов, гудвила для общей оценки стоимости предприятия.

2.2. Виды стоимости предприятия

Оценочная деятельность состоит в получении представления о стоимости объекта оценки или о величине доли собственника на конкретный момент времени.

Бизнес в зависимости от целей оценки и обстоятельств может оцениваться по-разному. Поэтому для проведения оценки требуется точное определение стоимости.

В соответствии со Стандартами оценочной деятельности, утв. Постановлением Правительства Российской Федерации от 6 июля 2001 г. № 519, в настоящее время утверждены следующие виды стоимости.

1. Рыночная стоимость. «Рыночная стоимость — наиболее вероятная цена, по которой данный объект может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, т. е. когда:

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;
- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;

- объект оценки представлен на открытый рынок в форме публичной оферты;
- цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;
- платеж за объект оценки выражен в денежной форме»¹.

Этот вид стоимости применяется при решении всех вопросов, связанных с федеральными и местными налогами. Именно рыночную стоимость определяют при оценке для целей купли-продажи предприятия или части его активов.

Рыночная стоимость является объективной, независимой от желания отдельных участников рынка недвижимости и отражает реальные экономические условия, складывающиеся на этом рынке.

2. Виды стоимости объекта оценки, отличные от рыночной стоимости:

- стоимость объекта оценки с ограниченным рынком — стоимость объекта оценки, продажа которого на открытом рынке невозможна или требует дополнительных затрат по сравнению с затратами, необходимыми для продажи свободно обращающихся на рынке товаров;
- стоимость замещения объекта оценки — сумма затрат на создание объекта, аналогичного объекту оценки, в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки, с учетом износа объекта оценки. Этот вид стоимости широко используется в сфере страхования;
- стоимость воспроизводства объекта оценки — сумма затрат в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки, на создание объекта, идентичного объекту оценки, с применением идентичных материалов и технологий, с учетом износа объекта оценки. В данном случае воспроизводится тот же моральный износ объекта и те же недостатки в архитектурных решениях, которые имелись у оцениваемого объекта. Не учитывается при этом только физический износ;
- стоимость объекта оценки при существующем использовании — стоимость объекта оценки, определяемая исходя из существующих условий и целей его использования;
- инвестиционная стоимость объекта оценки — стоимость объекта оценки, определяемая исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях. Инвестиционная стоимость определяется на основе индивидуальных требований к инвестициям. Типичный инвестор, вкладывая в бизнес, стремится получить наряду с возвратом вложенного капитала еще и прибыль на вложенный капитал. Поэтому расчет инвестиционной стоимости производится исходя из ожидаемых данным инвестором доходов и конкретной ставки их капитализации. Инвестиционная стоимость является исходным пунктом переговоров по сделкам купли-продажи, при поглощениях, слияниях и т. д.;
- стоимость объекта оценки для целей налогообложения — стоимость объекта оценки, определяемая для исчисления налоговой базы и рассчитываемая

¹ Статья 3 Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 6 августа 1998 г. № 135-ФЗ.

в соответствии с положениями нормативных правовых актов (в том числе инвентаризационная стоимость);

- ликвидационная стоимость оценки — стоимость объекта оценки в случае, если объект оценки должен быть отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов. Различают упорядоченную и принудительную ликвидацию. Упорядоченная ликвидация проводится в течение времени, достаточного для получения максимальной цены. Принудительная ликвидация означает возможно более срочную распродажу активов. Естественно, что она дает меньшую стоимость. При любой ликвидации учитываются затраты на ликвидацию (комиссионные агентам по распродаже, затраты на содержание администрации ликвидируемого предприятия и др.). Западная практика показывает, что ликвидационная стоимость фирмы как единого целого меньше суммы выручки от продажи ее активов;
- утилизационная стоимость объекта оценки — стоимость объекта оценки, равная рыночной стоимости материалов, которые он в себя включает, с учетом затрат на утилизацию объекта оценки;
- специальная стоимость объекта оценки — стоимость, для определения которой в договоре об оценке или нормативном правовом акте оговариваются условия, не включенные в понятие рыночной или иной стоимости, указанной в настоящих стандартах оценки.

Следует отметить, что с введением вышеуказанных стандартов появились проблемы, обусловленные противоречием и внутренней несогласованностью различных законодательных актов.

Пример 1. Клиент оценочной компании — строительная компания с Камчатки — обратилась с просьбой провести рыночную оценку ее акций с целью их выкупа у своих миноритарных акционеров. Условия рынка таковы, что ни при каких обстоятельствах понятие «рыночная стоимость» не может быть применимо. С учетом всех внешних и внутренних ограничений наиболее адекватным видом стоимости в соответствии с новыми оценочными стандартами является стоимость при ограниченном рынке. Однако Закон «Об акционерных обществах», введенный в действие в 1995 г., и все его последующие редакции предписывают во всех подобных ситуациях определять именно рыночную стоимость, а не какую-либо иную. Из двух противоречащих друг другу нормативных актов — Закона «Об акционерных обществах» и «Стандартов оценочной деятельности» — первый имеет более высокий приоритет (поскольку это закон, а не подзаконный акт, коим являются Стандарты), и поэтому он всегда применяется на практике при необходимости оценки.

В настоящий момент, как мы уже отмечали, российские оценщики используют ФСО-2, в котором названы четыре вида стоимости: рыночная, инвестиционная, ликвидационная и кадастровая.

2.3. Факторы, влияющие на оценку стоимости предприятия

Для того чтобы определить стоимость предприятия, необходимо иметь представление о совокупности факторов, влияющих на стоимость, а также о влиянии каждого конкретного фактора. Оценщик при этом должен поставить себя на место владельца или потенциального владельца предприятия.

Важнейшей совокупностью факторов, влияющих на стоимость предприятия, являются факторы со стороны спроса. Спрос определяется предпочтениями потребителей, которые в первую очередь зависят от полезности этого товара, т. е. его будущих прибылей, времени их получения, степени риска, с которым сопряжено их получение, возможности их присвоения и, при необходимости, перепродажи этого товара.

Прибыль, которую может получить собственник от реализации предприятия, зависит от характера его операционной деятельности, определяемой соотношением доходов и расходов, и возможности получить прибыль от самой продажи данного предприятия.

На доход предприятия влияют объем продаж и цены реализации, которые также зависят от платежеспособности спроса и его эластичности. Эластичность спроса определяется отраслевой принадлежностью продукции и наличием товаров-заменителей и дополняющих товаров. На цены влияет также уровень конкуренции на рынке, степень монополизации рынка и доля оцениваемого предприятия на нем. На величину платежеспособного спроса влияют уровень доходов потребителей, состояние экономики, прогноз на будущее. Спрос на продукцию зависит от стадии его жизненного цикла.

На величину выручки влияет качество продукции, определяемое состоянием активов предприятия и технологией производства.

Объем сбыта предприятия ограничивается его производственными мощностями, и при их недостатке для того, чтобы предприятие вышло на возможный с точки зрения потребностей рынка сбыт, нужны дополнительные инвестиции в расширение производственных мощностей.

Расходы предприятия зависят от того, что и как производит предприятие, какова потребность предприятия в факторах производства, цены на них и время оплаты за них.

Одним из важнейших факторов, влияющих на рыночную стоимость предприятия, является степень контроля, которую получает новый собственник. Предприятие может быть куплено в индивидуальную частную собственность или приобретается контрольный пакет акций. В первом случае рыночная цена будет выше, чем во втором.

Другим важным фактором, определяющим рыночную цену, является ликвидность этой собственности. Рынок предполагает премию за активы, которые могут быть быстро обращены в деньги с минимальным риском потери стоимости.

Стоимость акций ликвидных предприятий (а значит, и стоимость самих предприятий), как правило, выше, чем акций неликвидных. С этим положением связано правило: акции открытых акционерных обществ стоят выше акций закрытых. Разница порой весьма значительна (35–50%), что обусловлено многими причинами, в том числе и большими затратами на публичное размещение акций.

Рыночная цена реагирует на любые ограничения, которые имеет бизнес. Например, если государство ограничивает цены на продукцию предприятия, то рыночная цена на такое предприятие будет ниже, чем на предприятия, не имеющие таких ограничений.

Стоимость предприятия в значительной степени зависит от квалификации управленческого персонала, и это учитывается экспертом-оценщиком при выбо-

ре оценочного мультипликатора или при подборе коэффициента капитализации либо на этот фактор делается специальная корректировка (скидка или премия) к общей расчетной стоимости предприятия.

Отсутствие вертикальной производственной интеграции значительно влияет на стабильность функционирования предприятия. Например, если предприятие производит какой-либо элемент для сборки оборудования или машины и покупатель этого элемента, осуществляющий сборку, принимает решение организовать собственное производство данного элемента, первое предприятие рискует лишиться всех доходов. Данное обстоятельство отражается на стоимости предприятия и должно учитываться при его оценке.

Наличие научной базы, масштабы и качество активов, в том числе прогрессивность и изношенность машин и оборудования, также влияют на стоимость предприятий, что следует учесть при его оценке.

И конечно же, рыночная цена предприятия зависит от того, каковы перспективы предприятия: будет ли оно развиваться, или будет закрыто в силу своей неэффективности. При определении рыночной цены предприятия учитывается только та часть его капитала, которая может приносить доходы в той или иной форме в будущем. Поэтому анализ рыночной конъюнктуры при оценке бизнеса имеет существенное значение.

2.4. Основные принципы оценки стоимости предприятия

Выше уже шла речь о неопределенности будущих доходов компании, лежащих в основе ее стоимости. Соответственно не может быть единой универсальной формулы, по которой можно было бы оценить стоимость любой компании в любых обстоятельствах. Поэтому и возникли разные принципы и подходы к оценке стоимости компаний.

Принципов, которые необходимо учитывать оценщику, весьма много, и при оценке предприятия необходимо по возможности учесть все или хотя бы основные из них, помня, что все принципы взаимосвязаны между собой.

В результате многолетнего опыта зарубежных экспертов-оценщиков сформулированы три группы принципов, связанных:

- 1) с представлением владельца об имуществе;
- 2) с рыночной средой;
- 3) с эксплуатацией имущества.

2.4.1. Принципы, связанные с представлением владельца об имуществе

Данная группа включает в себя принципы полезности, замещения и ожидания.

Принцип полезности гласит, что предприятие обладает стоимостью, если оно может быть полезным потенциальному владельцу, т. е. предназначено для производства определенного вида продукции, ее реализации и получения прибыли.

Принцип замещения означает, что разумный покупатель не заплатит за предприятие больше, чем наименьшая цена, запрашиваемая за другое аналогичное предприятие с такой же степенью полезности.

Принцип ожидания, т. е. ожидание будущей прибыли или других выгод, которые могут быть получены в будущем от использования имущества предприятия, а также размера денежных средств от его перепродажи.

2.4.2. Принципы, связанные с рыночной средой

Эта группа включает следующие принципы: зависимости, соответствия, взаимосвязи между спросом и предложением, конкуренции, изменения стоимости.

Зависимость. Стоимость предприятия зависит от множества факторов (рассмотрены нами в п. 2.3). Но и само оцениваемое предприятие влияет на стоимость окружающих объектов недвижимости и других предприятий, находящихся в данном регионе.

Соответствие. Любое предприятие должно соответствовать рыночным и градостроительным стандартам, действующим в данном регионе. Проекты предприятий должны соответствовать общепринятым традициям использования земельных участков в данном районе.

Предложение и спрос. Обычно спрос оказывает на цену предприятия большее влияние, чем предложение, так как он более изменчив. На стоимость предприятий оказывает большое влияние соотношение спроса и предложения. Если спрос превышает предложение, то при постоянстве факторов цены растут; если предложение превышает спрос — падают; если же спрос соответствует предложению — стабильны.

Конкуренция. Это соревнование предпринимателей в получении прибыли; она обостряется в тех сферах экономики, где намечается рост прибыли, ведет к росту предложения и снижению массы прибыли.

Изменение. Ситуация на рынке постоянно изменяется: появляются новые предприятия, изменяется профиль действующих; изменяются также экономическая, социальная, техническая и политическая сферы деятельности предприятия. Объекты собственности изнашиваются, изменяются техника, технология, сырьевая база. Характер использования земли изменяется под влиянием государства и частного сектора. Экономические условия открывают новые возможности, колеблется объем денежной массы и процентные ставки. Человеческие вкусы и устремления претерпевают изменения. Поэтому эксперты-оценщики должны проводить оценку стоимости предприятия на конкретную дату.

2.4.3. Принципы, связанные с эксплуатацией имущества

Группа принципов, связанных с эксплуатацией имущества, включает: принципы остаточной продуктивности, вклада, возрастающей и уменьшающейся отдачи, сбалансированности, экономической (оптимальной) величины и экономического разделения и соединения прав собственности.

Остаточная продуктивность земельного участка. Любой вид предпринимательской деятельности, как правило, требует наличия четырех факторов производства: труда, капитала, управления и земли. Каждый используемый фактор производства должен оплачиваться вновь произведенной стоимостью, создаваемой данной деятельностью.

Земля недвижима, а труд, капитал и управление «привязаны» к ней. Вначале оплачиваются три «привязанных» фактора производства, а затем собственник земли из остатка прибыли получает ренту (либо налог на землю, либо арендную

плату). Таким образом, земля имеет «остаточную стоимость», т. е. компенсируется тогда, когда есть остаток дохода после оплаты воспроизводства всех других факторов производства.

Вклад — это сумма, на которую увеличивается или уменьшается стоимость предприятия, или чистая прибыль, полученная от него вследствие наличия или отсутствия какого-либо улучшения или дополнения к действующим факторам производства. Некоторые факторы увеличивают стоимость имущественного комплекса предприятия на большую величину, чем связанные с ними затраты, а некоторые уменьшают. Например, новая покраска дома снаружи улучшает внешний вид, а если цвет краски не соответствует рыночным стандартам, стоимость дома может снизиться.

Возрастающая или уменьшающаяся отдача. Данный принцип гласит: по мере добавления ресурсов к основным факторам производства чистая прибыль имеет тенденцию увеличиваться растущими темпами до определенного момента, после которого общая отдача хотя и растет, но замедляющимися темпами. Это замедление происходит до тех пор, пока прирост стоимости не становится меньше, чем прирост затрат на добавленные ресурсы.

Сбалансированность (пропорциональность) предприятия. Данный принцип означает, что любому виду производства соответствуют оптимальные сочетания факторов производства, при которых достигается максимальная прибыль, а значит, и максимальная стоимость предприятия.

Оптимальный размер (масштаб). Данный принцип (может относиться к любому фактору производства) гласит: любой фактор производства должен иметь оптимальные размеры — будь то само предприятие, его отдельные производства либо участок земли, на котором находится предприятие.

Экономическое разделение и соединение имущественных прав собственности. Данный принцип означает следующее: имущественные права следует разделять и соединять так, чтобы увеличить общую стоимость предприятия.

Принцип наиболее эффективного использования — это основной принцип оценки, означающий разумное и возможное использование предприятия, обеспечивающее ему наивысшую текущую стоимость на эффективную дату оценки, или то использование, выбранное из разумных и возможных альтернативных вариантов, которое приводит к наивысшей стоимости земельного участка, на котором находится предприятие. Данный принцип — синтез всех трех групп рассмотренных выше принципов.

Перечисленные принципы в обобщенном виде универсальны и применимы ко всем видам имущества. Их содержание может меняться в зависимости от специфики объекта.

2.5. Риск: виды, измерение, учет при оценке бизнеса

При проведении работ по оценке бизнеса обязательным является оценка различного рода рисков. Любой предпринимательской деятельности органически присущ риск. Но само определение риска, его место в предпринимательской деятельности, источники риска в бизнесе, способы управления риском трактуются различными авторами по-разному.

Как правило, риск воспринимается как возможность потери, хотя по определению любое возможное отклонение (+ или –) от прогнозируемой величины есть отражение риска. Подобное определение риска приводит и Е. С. Стоянова¹.

Анализ факторов риска имеет субъективный характер: оценщики, уверенные в будущем росте компании, определяют ее текущую стоимость выше по сравнению с аналитиком, составляющим пессимистический прогноз. Иными словами, чем шире разброс ожидаемых будущих доходов вокруг наилучшей оценки, тем рискованнее инвестиции.

Различия в оценках рисков ведут к множеству заключений о стоимости предприятия.

Текущая стоимость компании, деятельность которой связана с высоким риском, ниже, чем текущая стоимость аналогичной компании, но функционирующей в условиях меньшего риска.

Основными видами риска являются:

- риск осуществления деятельности в конкретной стране (страновой риск). Оценка экономической и политической стабильности страны;
- риск размерности. Чем больше предприятие, тем больше у него возможностей для развития бизнеса;
- риск диверсификации, связанный с наличием спроса на рынке на предлагаемые предприятием товары, работы, услуги;
- финансовый риск, относящийся к инвестированию новых (инновационных) товаров, работ, услуг;
- профессиональный риск — риск, оценивающий профессиональную подготовку менеджмента предприятия.

Большинство заказов на оценку связаны с анализом закрытых компаний, владельцы которых не диверсифицируют свои акции в той же мере, что и владельцы открытых компаний. Поэтому при оценке закрытых компаний наряду с анализом систематического риска должны учитываться и факторы несистематического риска. К ним относятся отраслевые риски и риски инвестирования в конкретную компанию.

Основные факторы макроэкономического риска:

- уровень инфляции;
- темпы экономического развития страны;
- изменение ставок процента;
- изменение обменного курса валют;
- уровень политической стабильности.

Инфляционный риск — это риск непрогнозируемого изменения темпов роста цен. Инвестор стремится получить доход, покрывающий инфляционное изменение цен. Высокая или непрогнозируемая инфляция может свести к нулю ожидаемые результаты производственной деятельности; она ведет к перераспределению доходов в экономике и повышает предпринимательский риск. Результатом является занижение реальной стоимости имущества предприятия.

¹ Финансовый менеджмент / Под ред. Е. С. Стояновой. М., 1993.

В процессе оценки сопоставляются ретроспективные, текущие и прогнозируемые данные. Стоимость имущества предприятия, полученная в различные годы, может сравниваться только в том случае, если стоимость денежной единицы не меняется. Однако практически изменение стоимости денежной единицы происходит каждый год (как правило, в сторону повышения).

Уровень инфляции чаще всего измеряется индексом потребительских цен или ВВП-дефлятором¹:

$$\text{Индекс цен в текущем году} = \frac{\text{Цена в текущем году}}{\text{Цена в базовом году}} \times 100\%.$$

Инфляционный рост цен обуславливает необходимость учета номинальных и реальных величин:

$$\text{Реальная величина} = \frac{\text{Номинальная величина}}{\text{Индекс цен}}.$$

В процессе оценки кроме абсолютных величин рассчитываются и относительные, например ставка дисконта, которая может быть как номинальной, так и реальной. В случае если темп инфляционного роста цен в стране превышает 15%, рекомендуется проводить пересчет с применением формулы Фишера:

$$R_r = \frac{R_n - i}{1 + i},$$

где R_r — реальная ставка дисконта; R_n — номинальная ставка дисконта; i — индекс инфляции.

Риск, связанный с изменением темпов экономического развития. Цикличность рыночной экономики определяет необходимость учитывать при расчетах общее состояние экономического развития и ожидаемые темпы экономического роста на ближайшую перспективу.

Риск, связанный с изменением величины ставки процента. Движение процентной ставки является реакцией на проводимые меры макроэкономического регулирования и может как приводить к стимулированию инвестиционной активности, так и сдерживать увеличение совокупных расходов в экономике. В процессе оценки факторы систематического и несистематического риска взвешиваются при расчете ставок дисконта, коэффициента капитализации, рыночных мультипликаторов и т. д. В качестве безрисковой ставки в этих расчетах, как правило, принимаются ставки дохода по государственным долгосрочным ценным бумагам.

Риск, связанный с изменением валютного курса. Изменение валютного курса неточно отражает колебания розничных цен в стране, в то же время инфляционная корректировка финансовой информации в процессе оценки, как правило, проводится по колебаниям курса наиболее стабильной валюты.

¹ Дефлятор (англ. *deflator*) — коэффициент, общий показатель темпов инфляции. Представляет собой индекс потребительских цен для пересчета в неизменные цены, подсчитываемый как среднее изменение стоимости продаж набора самых различных товаров, произведенных в экономике.

Политический риск — это угроза активам, вызванная политическими событиями. Факторы политического риска определяются, как правило, на основе экспертных оценок, проводимых крупными фирмами или аналитическими агентствами.

Основная причина возникновения риска — это неопределенность (непредсказуемость) экономических показателей, параметров как самой производственной системы, так и параметров внешней среды. В свою очередь, неопределенность может быть вызвана двумя причинами:

- 1) стохастическим (случайным) характером параметров производственной системы и внешней среды (объективная неопределенность);
- 2) отсутствием информации о возможном изменении этих параметров, даже если эти параметры не носят ярко выраженного стохастического характера (субъективная неопределенность). При этом для лица, принимающего решение в данный момент, совершенно не важно, какая из причин вызывает неопределенность, если степень неопределенности за счет получения дополнительной информации снизить нельзя.

В существующей практике применяются четыре основных способа снижения риска в деятельности производственной системы:

- распределение риска между всеми участниками проекта, т. е. передача части риска другим исполнителям;
- страхование деятельности, т. е. передача риска страховой компании;
- резервирование средств на покрытие непредвиденных расходов и потерь;
- диверсификация деятельности.

Каждый из этих методов снижения риска имеет определенную цену. Передача части риска партнерам по проекту подразумевает передачу им соответствующей доли прибыли от реализации проекта. Передача риска страховой компании сопровождается выплатой страховых взносов.

При резервировании части средств на покрытие непредвиденных расходов и потерь происходит некоторое «замораживание» этих средств, так как они должны храниться или в денежной форме, или в форме высоколиквидных активов. Подобные активы отличаются низкой доходностью, что и является платой за резервирование.

Диверсификация деятельности компании снижает риск только в том случае, когда изменения конъюнктуры и других факторов внешней среды приводят к росту доходности одних видов деятельности при снижении доходности других видов. При этом средняя доходность компании остается на постоянном, относительно невысоком уровне. То есть диверсификация является своеобразной формой резервирования, при которой резервируется рентабельность фирмы. Кроме того, диверсификация требует дополнительных затрат на управление существенно различающимися видами деятельности.

Для измерения риска и его оценки используется математический аппарат теории вероятностей. Рассматривая экономические параметры как случайные величины, обычно используют их следующие характеристики:

X_i — значение случайной величины;

P_i — вероятность появления случайной величины;

X — среднее значение случайной величины и ее математическое ожидание M_i ;

S^2 — дисперсия, т. е. средневзвешенный квадрат отклонения случайной величины от ее среднего значения;

S — стандартное (среднеквадратическое) отклонение, т. е. положительный квадратный корень из дисперсии;

V — коэффициент вариации, т. е. отношение среднеквадратического отклонения к среднему значению случайной величины;

$y = f(x)$ закон распределения вероятности изучаемой случайной величины.

Наиболее распространена точка зрения, согласно которой мерой риска коммерческого (финансового) решения или операции следует считать среднеквадратичное отклонение (положительный квадратный корень из дисперсии) значения показателя эффективности этого решения или операции. Действительно, поскольку риск обусловлен недетерминированностью исхода решения (операции), то чем меньше разброс (дисперсия) результата решения, тем более он предсказуем, т. е. меньше риск. Если вариация (дисперсия) результата равна нулю, риск полностью отсутствует.

Чаще всего показателем эффективности финансового решения служит прибыль. Для иллюстрации влияния риска на результаты деятельности фирмы рассмотрим классическую задачу выбора одного из двух вариантов инвестиций в условиях риска¹.

Пример 2. Пусть имеются два инвестиционных проекта. Первый с вероятностью 0,6 обеспечивает прибыль 15 млн руб., однако с вероятностью 0,4 можно потерять 5,5 млн руб. Для второго проекта с вероятностью 0,8 можно получить прибыль 10 млн руб. и с вероятностью 0,2 потерять 6 млн руб. Какой проект выбрать?

Решение. Прибыль от реализации проектов составит:

для первого проекта $(0,6 \times 15 + 0,4 \times (-5,5)) = 6,8$ млн руб.;

для второго проекта $(0,8 \times 10 + 0,2 \times (-6)) = 6,8$ млн руб.

То есть по доходности эти проекты равнозначны.

Среднеквадратическое отклонение равно:

для первого $(0,6 \times (15 - 6,8)^2 + 0,4 \times (-5,5 - 6,8)^2)^{1/2} = 10,04$ млн руб.,

для второго $(0,8 \times (10 - 6,8)^2 + 0,2 \times (-6 - 6,8)^2)^{1/2} = 6,4$ млн руб.,

поэтому предпочтителен второй проект.

Заключение о том, что мерой риска является среднеквадратичное отклонение, многими авторами принимается как аксиома, без доказательств. В то же время этот показатель не всегда точно отражает реальность. Ведь и ожидаемые доходы, и дисперсия, используемые на практике, почти всегда оцениваются на основе прошлых, а не будущих доходов. Предположение, лежащее в основе использования дисперсии прошлых периодов, заключается в том, что распределение доходов, полученных в прошлом, является хорошим показателем будущего распределения доходов. При нарушении данного предположения, например в том случае, когда характеристики активов значительно изменились со временем, исторические оценки не могут служить хорошей оценкой меры риска.

¹ Для примера использовались исходные данные: *Бабин В. А.* О практических аспектах оценки риска в бизнесе / Управление риском. 2003. № 2. С. 54.

2.6. Общая характеристика подходов и методов оценки. Специфика оценки предприятий в РФ

Большинство профессионалов сходятся во мнении о существовании трех подходов к определению стоимости предприятия (бизнеса): затратного, сравнительного и доходного.

Определенные виды предприятий, как правило, оцениваются на основе их коммерческого потенциала (например, бензозаправочная станция или гостиница). Объем продаж бензина, количество постояльцев в гостинице являются источниками дохода, который после сравнения со стоимостью операционных расходов позволяет определить доходность данного предприятия. Такой подход к оценке называется доходным. **Доходный подход** представляет собой процедуру оценки стоимости, исходящую из принципа непосредственной связи стоимости бизнеса компании с текущей стоимостью его будущих доходов, которые возникнут в результате использования собственности и/или возможной дальнейшей его продажи.

Если предприятие (бизнес) не продается и не покупается, если не существует развитого рынка данного бизнеса, когда соображения извлечения дохода не являются основой для инвестиций (больницы, правительственные здания), оценка может производиться на основе определения стоимости строительства с учетом амортизации и добавления стоимости замещения с учетом износа, т. е. с использованием **затратного подхода**. Затратный подход (оценка на основе анализа активов) наиболее применим для компаний специального назначения, материалоемких и фондоемких производств, а также в целях страхования. Оценка на основе анализа активов основана на принципе замещения и сбалансированности.

Применение затратного подхода необходимо в двух случаях:

- во-первых, затратный подход незаменим при оценке некотирующихся компаний, чаще всего зарегистрированных в форме ООО, ЗАО, ГУПов, которые, как правило, имеют непрозрачные финансовые потоки;
- во-вторых, применение затратного подхода вместе с другими подходами, и прежде всего доходным, позволяет принимать эффективные инвестиционные решения.

В том случае, когда существует рынок бизнеса, подобный оцениваемому, можно использовать для определения рыночной стоимости **подход сравнительный или рыночный**, базирующийся на выборе сопоставимых объектов, уже проданных на данном рынке. В отличие от затратного сравнительный подход базируется на рыночной информации и учитывает текущие действия потенциальных продавцов и покупателей.

Следует отметить, что в последнее время наряду с традиционными подходами в отечественной теории и практике оценки стоимости компаний начинает активно применяться новый – опционный – подход.

В практике операций с оценкой предприятий встречаются самые различные ситуации. При этом каждому классу ситуаций соответствуют свои, адекватные только ему, подходы и методы. Для правильного выбора методов необходимо предварительно классифицировать ситуации оценки с использованием группировки объектов, типа сделки, момента, на который производится оценка, и т. д.

При этом, если на рынке обращаются десятки или сотни однородных объектов, целесообразно применение сравнительного подхода. Для оценки сложных и уникальных объектов предпочтительнее затратный подход.

На идеальном рынке все три подхода должны привести к одной и той же величине стоимости. Однако большинство рынков являются несовершенными, потенциальные пользователи могут быть неправильно информированы, производители могут быть неэффективны. По этим, а также по другим причинам данные подходы могут давать различные показатели стоимости.

Каждый из трех названных подходов предполагает использование при оценке присущих ему методов.

Так, **доходный подход** предусматривает использование **метода капитализации** и **метода дисконтирования денежных потоков (DCF)**.

Затратный подход использует **метод чистых активов (NAV)** и **метод ликвидационной стоимости (LV)**.

При **сравнительном подходе** используются **метод рынка капитала**, **метод сделок** и **метод отраслевых коэффициентов**.

Методы дисконтирования денежных потоков, рынка капитала и отраслевых коэффициентов ориентированы на оценку предприятия как действующего и которое будет и дальше действовать. Метод чистых активов и метод сделок, напротив, применимы и для случая, когда инвестор намеревается закрыть предприятие либо существенно сократить объем его выпуска. Метод капитализации разумен для применения к тем предприятиям, которые успели накопить эти активы в результате капитализации их в предыдущие периоды, иными словами, этот метод наиболее адекватен оценке «зрелых» по своему возрасту предприятий. Метод дисконтирования денежных потоков более применим для оценки молодых предприятий, не успевших заработать достаточно прибылей для капитализации в дополнительные активы, но которые тем не менее имеют перспективный продукт и обладают явными конкурентными преимуществами по сравнению с существующими и потенциальными конкурентами. Методы рынка капитала, сделок и отраслевых коэффициентов пригодны при условии строгого выбора компании-аналога, которая должна относиться к тому же типу, что и оцениваемое предприятие.

Из анализа достоинств и недостатков всех вышеназванных подходов (см. обобщенную табл. 2.2) и методов можно сделать вывод о том, что ни один из них не может быть использован в качестве базового. При этом каждый из них может давать разные, порой противоположные, результаты оценок и представлять интересы различных сторон, например владельцев и потенциальных инвесторов.

Возможность и даже во многих случаях необходимость (для получения более достоверного результата), применить к оценке конкретного предприятия в конкретной инвестиционной ситуации разные методы оценки бизнеса приводит к достаточно элементарной идее «взвешивания» оценок, рассчитываемых по разным методам, и суммирования таких «взвешенных» оценок. При этом весовые коэффициенты значимости оценок по разным, в принципе допустимым в данной ситуации методам оценки понимаются как коэффициенты доверия к соответствующему методу. Эти коэффициенты сугубо экспертны.

Таблица 2.2. Сравнительный анализ подходов к оценке стоимости предприятия

Подход	Преимущества	Недостатки
Затратный	Учитывает влияние производственно-хозяйственных факторов на изменение стоимости активов Дает оценку уровня развития технологии с учетом степени износа активов Расчеты опираются на финансовые и учетные документы, т. е. результаты оценки более обоснованны	Отражает прошлую стоимость Не учитывает рыночную ситуацию на дату оценки Не учитывает перспективы развития предприятия Не учитывает риски Статичен Отсутствуют связи с настоящими и будущими результатами деятельности предприятия
Доходный	Учитывает будущие изменения доходов, расходов Учитывает уровень риска (через ставку дисконта) Учитывает интересы инвестора	Сложность прогнозирования будущих результатов и затрат Возможно несколько норм доходности, что затрудняет принятие решения Не учитывает конъюнктуру рынка Трудоемкость расчетов
Рыночный (сравнительный)	Базируется на реальных рыночных данных Отражает существующую практику продаж и покупок Учитывает влияние отраслевых (региональных) факторов на цену акций предприятия	Недостаточно четко характеризует особенности организационной, технической, финансовой подготовки предприятия В расчет принимается только ретроспективная информация Требует внесения множества поправок в анализируемую информацию Не принимает во внимание будущие ожидания инвесторов

Окончательная оценка стоимости предприятия (бизнеса) может быть определена по формуле:

$$V = \sum_{i=1}^n V_i \times Z_i,$$

где V_i — оценка стоимости предприятия (бизнеса) i -м методом (все применимые методы оценки произвольно нумеруются); $i = 1, \dots, n$ — множество применимых в данном случае методов оценки; Z_i — весовой коэффициент метода номер i .

Очевидно, что при этом разумное выставление коэффициентов Z_i является одним из главных свидетельств достаточной квалифицированности и непредвзятости оценщика бизнеса.

Необходимость оценки российских компаний в настоящее время связана с перераспределением собственности, приватизированной в начале 1990-х гг. Проблема состоит в том, что прямое применение классических методов оценки стоимости бизнеса к российским предприятиям затруднено в силу объективных причин. К ним относятся:

- неразвитость российского рынка ценных бумаг (в настоящее время он фактически отсутствует), вследствие чего нет информации по рыночной котировке ценных бумаг оцениваемого предприятия;

- информационная закрытость российского рынка — в ряде случаев невозможно получить публичную финансовую отчетность даже открытых акционерных обществ, что затрудняет сбор информации по компаниям-аналогам;
- измеряемая сотнями и тысячами наименований номенклатура продукции, выпускаемой российскими промышленными предприятиями. Это также затрудняет, а иногда и делает вообще невозможным нахождение аналогов оцениваемого предприятия не только в нашей стране, но и за рубежом;
- большинство оцениваемых предприятий показывают прибыль, близкую к нулю, что является следствием уклонения от уплаты налога на прибыль, либо они вообще убыточны, что является следствием общего состояния экономики в стране или следствием неэффективного менеджмента. Таким образом, использование метода дисконтированного денежного потока также проблематично;
- различно значение факторов, участвующих в формировании стоимости предприятия. За рубежом такой ресурс, как земля, теряет свое доминирующее значение при рассмотрении бизнеса. Для России земля или фактор местоположения играет существенную роль (это большие размеры самих предприятий, удаленность поставщиков сырья, наличие соответствующей инфраструктуры в регионе);
- наличие слоя акционеров, которые получили акции бесплатно или почти бесплатно в процессе приватизации.

Отличительной чертой экономики РФ в настоящее время является ее нестабильность. Риски, с которыми сталкиваются предприниматели в России, намного превышают средние величины, характерные для стран с развитыми рыночными отношениями. Положение усугубляется высокими темпами инфляции, которые приводят к тому, что та незначительная информация, которую можно получить (или которая имеется) для оценки стоимости предприятия, отражает бизнес в «кривых зеркалах». Инфляционные процессы сказываются на положении предприятия: занижается стоимость имущества предприятия; накопление денег для капитальных вложений становится невозможным; доминируют краткосрочные интересы предприятия и т. п.

При оценке российских предприятий особое значение приобретает дата проведения оценки. Привязка оценки ко времени особенно важна, когда, с одной стороны, рынок перенасыщен собственностью, находящейся в предбанкротном состоянии, и испытывает недостаток инвестиционных ресурсов — с другой. Для российской экономики характерно превышение предложения всех активов, в том числе недвижимости, над платежеспособным спросом. Этот дисбаланс в сторону предложения непосредственно влияет на ожидаемую стоимость предлагаемого к продаже имущества. Цена имущества в условиях сбалансированного рынка не совпадает с ценой в условиях рыночной депрессии. Но владельцев имущества и инвесторов интересует именно реальная цена, которая будет предлагаться на конкретном рынке, в конкретный момент и в конкретных условиях. Покупатели стремятся уменьшить вероятность потери своих денег и требуют предоставления определенных гарантий. Поэтому при определении цены предприятия необходим учет всех факторов риска, в том числе риска инфляции и банкротства.

Применение сравнительного или рыночного подхода к оценке предприятия в нашей стране ограничено в силу невозможности получить объективную информацию для сравнения.

На первый взгляд в условиях инфляционной экономики для оценки предприятия в наибольшей степени подходит метод текущей стоимости предприятия (метод дисконтирования денежных потоков), так как процент инфляции учитывается в дисконтной ставке. Но это возможно, если темпы инфляции предсказуемы, а экономика нормально функционирует. Спрогнозировать поток чистого дохода от деятельности предприятия на несколько лет вперед в условиях нестабильной экономики весьма сложно.

Контрольные вопросы

1. Перечислите основные принципы, которые необходимо соблюдать при оценке стоимости бизнеса.
2. Какие виды стоимости объекта оценки обязан использовать оценщик при определении стоимости бизнеса?
3. Какие факторы влияют на стоимость предприятия?
4. Что следует понимать под термином «рыночная цена»?
5. Назовите основные цели оценки бизнеса.
6. Раскройте суть понятия «риск» и перечислите основные виды риска в бизнесе.
7. Назовите основные способы снижения риска в бизнесе.
8. Как определяется мера риска?
9. Перечислите основные подходы в оценке бизнеса, их преимущества и недостатки, сферу применения.

Тесты

1. Стоимость бизнеса (предприятия) для конкретного инвестора, основанная на его планах, называется:
 - а) стоимостью действующего предприятия;
 - б) инвестиционной стоимостью;
 - в) обоснованной рыночной стоимостью;
 - г) балансовой стоимостью?
2. Что из нижеперечисленного не соответствует определению ликвидационной стоимости:
 - а) стоимость, рассчитанная на основе реализации активов предприятия по отдельности;
 - б) разность между выручкой от продажи активов предприятия по отдельности;
 - в) стоимость, рассчитанная по конкретному факту;
 - г) стоимость, учитывающая индивидуальные требования конкретного инвестора;
 - д) стоимость, рассчитанная для предприятия, которое находится в состоянии банкротства?

3. Экономический принцип, гласящий, что при наличии нескольких сходных или соразмерных объектов тот, который имеет наименьшую цену, пользуется наибольшим спросом, — это принцип:
 - а) замещения;
 - б) соответствия;
 - в) прогрессии и регрессии;
 - г) полезности.
4. Какая стоимость из перечисленных ниже — оцененная валовая величина в денежном выражении, которая может быть получена от продажи объекта при наличии достаточного периода времени для поиска покупателя и при необходимости у продавца продать «как есть и где есть»:
 - а) обоснованная рыночная стоимость;
 - б) полная стоимость замещения;
 - в) остаточная ликвидационная стоимость;
 - г) стоимость при упорядоченной ликвидации?
5. Какой принцип лежит в основе затратного подхода:
 - а) иерархии;
 - б) равновесия;
 - в) конкуренции;
 - г) замещения?
6. Какая стоимость из перечисленных ниже обозначает стоимость воссоздания новой точной копии объекта собственности на базе нынешних цен и с использованием точно таких же или очень сходных материалов:
 - а) полная стоимость замещения;
 - б) обоснованная рыночная стоимость;
 - в) ликвидационная стоимость;
 - г) полная стоимость воспроизводства?
7. Какой подход к оценке собственности основан на экономическом принципе ожидания:
 - а) сравнительный;
 - б) затратный;
 - в) доходный?
8. Из ниже перечисленного не входит в определение инвестиционной стоимости:
 - а) стоимость для конкретного пользователя;
 - б) субъектная стоимость;
 - в) наиболее вероятная цена;
 - г) стоимость при определенных целях инвестирования.
9. Наиболее эффективное использование недвижимости должно удовлетворять следующим критериям:
 - а) физическая возможность;
 - б) правомочность;

- в) экономическая осуществимость;
 - г) максимальная продуктивность;
 - д) все вышеперечисленное.
10. Наиболее эффективное использование необходимо определить:
- а) для незастроенного участка;
 - б) для участка с улучшениями;
 - в) все вышеперечисленное.
11. Дата оценки имущества — это:
- а) дата, по состоянию на которую произведена оценка имущества;
 - б) дата заключения контракта на услуги по оценке;
 - в) дата сдачи отчета об оценке;
 - г) дата, на которую запланирована продажа объекта оценки?

Глава 3

Практика оценки бизнеса

В главе подробно рассмотрен алгоритм проведения оценки и составление отчета по оценке; перечислены методы финансового анализа и решения, принимаемые в бизнесе на основе финансового анализа деятельности предприятия, а также корректировка стоимости активов.

3.1. Этапы процесса оценки

Оценка стоимости предприятия — сложный и трудоемкий процесс, состоящий из следующих стадий.

1. Определение проблемы.
2. Предварительный осмотр предприятия и заключение договора на оценку.
3. Сбор и анализ информации.
4. Анализ конъюнктуры рынка.
5. Оценка земельного участка.
6. Выбор методов оценки и их применение для оценки анализируемого объекта.
7. Согласование результатов, полученных с помощью различных подходов.
8. Подготовка отчета и заключения об оценке.
9. Доклад об оценке.

Каждая стадия, в свою очередь, состоит из нескольких этапов.

3.1.1. Определение проблемы

Данная стадия оценки подразделяется на следующие этапы: идентификация предприятия, выявление предмета оценки, определение даты оценки, формулировка целей и функций оценки, определение вида стоимости, ознакомление заказчика с ограничительными условиями.

При **идентификации предприятия** указывается его полное и сокращенное название, организационно-правовая форма, место его регистрации, местоположение, отрасль производства, основные виды выпускаемой продукции и пр.

Предмет оценки — это вид имущественных прав, который оценивается: права на предприятие, права на материальные активы предприятия, права на акционерный капитал акционерного общества, доля участника в уставном капитале предприятия, права на пакет акций предприятия или какой-либо иной интерес.

Определение даты оценки или момента времени, на который выполняется оценка. Это может быть дата продажи предприятия, дата его осмотра, дата судебного разбирательства, связанная с разделением имущественного комплекса, и другие случаи.

Определение цели оценки (т. е. того, какой вид стоимости требуется определить) — важный этап, от которого зависит выбор методики проведения оценки. Например, методы, используемые для оценки предприятия в целях налогообложения, могут значительно отличаться от тех, которые применяются в целях его ликвидации.

3.1.2. Предварительный осмотр предприятия и заключение договора на оценку

Эта стадия состоит из следующих этапов: предварительный осмотр предприятия и знакомство с его администрацией, определение исходной информации и источников информации, определение состава группы экспертов-оценщиков, составление задания на оценку и календарного плана, подготовка и подписание договора на оценку.

3.1.3. Сбор и анализ информации

Данную стадию оценки можно разбить на следующие этапы: сбор и систематизация общих данных, сбор и анализ специальных данных, анализ наилучшего и наиболее эффективного использования.

Самый распространенный способ представления общих данных — это разбивка их на подразделы, касающиеся сектора рынка, на котором функционирует предприятие, вида продукции и цен на нее, местоположения предприятия (т. е. данные о городе, районе, где расположено предприятие), финансового и технико-экономического состояния оцениваемого предприятия и т. д. Преимущество данного способа представления собранных данных заключается в том, что, собрав и систематизировав информацию один раз, в дальнейшем ее можно использовать для проведения оценок других предприятий.

Кроме общих необходимо собрать еще и специальные данные, к которым можно отнести данные о предприятии и данные о сопоставимых продажах. Данные о предприятии включают информацию о документах, удостоверяющих право собственности, о составе участников предприятия, их доли в уставном капитале, информацию об использовании земельного участка, зданий и сооружений, расположенных на этом участке, включая финансово-экономические и технические характеристики предприятия, физические характеристики зданий и сооружений и т. д.

В настоящее время в России рынок, связанный с оценочной деятельностью, не развит, поэтому сбор информации для оценки предприятия является наиболее трудоемкой частью всего процесса оценки.

Определив виды данных, необходимых для оценки, важно выявить источники их получения (подробнее о данной стадии оценки см. далее).

3.2. Оценка финансового состояния предприятия

3.2.1. Использование внешней и внутренней информации при выборе подходов и методов в оценке

Сбор и анализ информации, необходимой для проведения оценки, является одним из важнейших этапов проведения оценки стоимости бизнеса. Требования к процедуре сбора и анализа информации установлены ФСО № 1 («Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки», утвержденные

Приказом МЭРТ России от 20 июля 2007 г. № 256). Информация, используемая при проведении оценки, должна быть проверена на соответствие требованиям достаточности и достоверности, а также соответствовать принципам существенности, обоснованности, однозначности, проверяемости и достаточности в соответствии с ФСО № 3 («Требования к отчету об оценке», утвержденные Приказом МЭРТ России от 20 июля 2007 г. № 254).

По отношению к объекту оценки выделяют информацию **внешнюю**, характеризующую условия функционирования объекта в отрасли, регионе, экономике страны в целом. В соответствии с п. 18 ФСО № 1 к такой информации относятся данные о «политических, экономических, социальных и экологических и прочих факторах, оказывающих влияние на стоимость объекта оценки», а также данные о «спросе и предложении на рынке, к которому относится объект оценки, включая информацию о факторах, влияющих на спрос и предложение». К **внутренней** информации относят данные, которые дают представление о деятельности оцениваемого объекта (предприятия). В первую очередь это «правоустанавливающие документы, сведения об обременениях, связанных с объектом оценки, информация о физических свойствах объекта оценки, его технических и эксплуатационных характеристиках, износе и устареваниях, прошлых и ожидаемых доходах и затратах, данные бухгалтерского учета и отчетности, относящиеся к объекту оценки».

Особенности использования в оценке бизнеса результатов анализа внешней информации

Результаты анализа внешней информации оказывают непосредственное влияние на процесс оценки стоимости бизнеса.

Данные о **политической** нестабильности в стране диктуют необходимость учета в расчетах существующих политических рисков, например, путем увеличения ставки дисконтирования в методе дисконтирования денежных потоков и прогнозирования самого потока на пессимистическом уровне.

Если ретроспективный анализ показывает, что цены на продукцию, которую реализует оцениваемое предприятие, а также затраты данного предприятия существенно зависят от **инфляционных процессов**, следовательно, при планировании показателей валовой прибыли выручка и себестоимость продукции должны быть увеличены как минимум на инфляционную составляющую. При этом учитывается структура выручки и себестоимости.

Данные о состоянии и **темпах экономического развития** дают возможность спрогнозировать различные финансовые показатели. Если анализ показывает существенный спад в экономике, то это может сигнализировать о повышении вероятности банкротств, следовательно, оптимистические прогнозы в отношении выручки, прибыли, денежного потока не будут обоснованы и достоверны. Напротив, данные об экономическом росте, положительной динамике совокупного общественного продукта говорят об улучшении инвестиционного климата в стране, увеличении потребительского спроса. Это дает возможность прогнозировать увеличение сбыта продукции и ожидаемой прибыли.

Уровень доходности по государственным долгосрочным ценным бумагам играет значительную роль в оценке бизнеса, так как часто именно этот показатель используется в качестве безрисковой ставки в методах доходного подхода.

Данные о **валютном курсе** и его динамике необходимы оценщику, если принято решение о соответствующей корректировке финансовой отчетности, так как данная корректировка проводится именно по данным наиболее стабильной валюты.

Социальные факторы, в первую очередь уровень занятости и жизни населения, также сигнализируют об активности и спаде потребительского спроса.

Налоговое законодательство и планируемые изменения в сфере налогов непосредственно влияют на расчеты финансовых показателей. Так, увеличение ставки единого социального налога или налога на прибыль приведет (при прочих равных условиях) к снижению чистой прибыли предприятия; предоставление предприятию права перечислять налог на добавленную стоимость раз в квартал, а не раз в месяц, сохранит его денежный поток; расширение перечня расходов по обслуживанию долга (заемного капитала), которые предприятие может относить на уменьшение налоговой базы при исчислении налога на прибыль, повлияет на расчет средневзвешенной стоимости капитала.

Знание условий функционирования предприятия в **отрасли** необходимо для принятия решения о стоимости бизнеса. В первую очередь это информация о нормативно-правовом регулировании данного вида бизнеса, условиях конкуренции, состоянии рынков сбыта продукции, темпах роста в данной отрасли.

В основе **правового** регулирования любого вида бизнеса лежат нормы гражданского законодательства, но для осуществления некоторых видов деятельности необходимо соблюдение специфических норм и правил (например, минимальный уровень уставного капитала, обязательность лицензирования, страхование ответственности, наличие специального образования руководителя и т. д.). Более того, по некоторым финансовым показателям могут быть установлены **нормативы**, характеризующие финансовое положение предприятия (показатели ликвидности, финансовой устойчивости, коэффициент утраты и восстановления платежеспособности и др.).

Выявление **темпов роста** (или снижения) основных показателей в данной отрасли дает возможность, с одной стороны, сравнить оцениваемый бизнес с **конкурентами** и определить его место в отрасли (лидер, аутсайдер, типичный представитель отрасли), с другой — знание основных отраслевых тенденций позволяет осуществить прогноз финансовых показателей предприятия. Если предприятие является типичным представителем отрасли, то в рамках метода капитализации (и при расчете стоимости в построгозный период в методе ДДП) величина темпа прироста, например, чистой прибыли (или денежного потока) может быть установлена на среднеотраслевом уровне. В рамках затратного подхода отраслевая информация позволяет сделать вывод о наиболее типичной структуре доходов и расходов предприятия, а для применения методов доходного подхода необходимо знание уровня собственного оборотного капитала, наиболее характерного для предприятий данной отрасли.

Анализ **рынков сбыта** дает информацию о спросе на продукцию данного предприятия, о его основных потребителях. Это позволяет оценщику спрогнозировать объем производства и сбыта, а следовательно, уровень выручки и затрат, необходимых для ее получения.

Более того, анализ отраслевой информации позволяет определить возможность применения различных подходов в оценке бизнеса. Если анализ показал,

что информация о сделках купли-продажи бизнеса в данной отрасли носит закрытый характер или ценовая информация не является достоверной, применить методы сравнительного подхода оценщик не сможет. Если же информации о подобных сделках достаточно и финансовые данные по ним раскрываются, то возможен и подбор предприятий-аналогов, и расчет необходимых мультипликаторов.

Особенности использования в оценке бизнеса результатов анализа внутренней информации

К внутренней информации в оценке бизнеса относятся: правоустанавливающие документы, а также сведения об обременениях, связанных с объектом оценки; организационно-правовая форма предприятия, размер уставного капитала, сведения о владельцах с наибольшей долей уставного капитала; анализ истории предприятия с целью выявления будущих тенденций; информация о прошлых и ожидаемых доходах и затратах (сбор информации для прогнозирования объемов продаж, денежных потоков, прибыли); маркетинговая стратегия предприятия; данные бухгалтерского и статистического учета и отчетности, относящиеся к объекту оценки, и т. п.

Основная цель финансового анализа бухгалтерской отчетности — получение небольшого числа ключевых параметров, дающих объективную картину финансового состояния предприятия, его прибылей и убытков, изменений в структуре активов и пассивов. Но задачи финансового анализа при проведении оценки бизнеса несколько отличаются от традиционно формулируемых и включают в себя:

- оценку реально сложившегося финансового положения объекта оценки и определение реальной доходности оцениваемого бизнеса;
- обоснование прогнозных значений доходов и расходов объекта оценки с учетом макроэкономической и отраслевой информации;
- выявление сходства оцениваемого бизнеса с предприятиями-аналогами;
- выявление скрытого или явного банкротства;
- выявление резервов организации с целью установления реальных возможностей наилучшего использования объекта оценки.

Отчетность любого предприятия для целей оценки бизнеса должна быть подвергнута определенной корректировке. Основные направления изменений ретроспективной финансовой отчетности:

- инфляционная корректировка;
- нормализация финансовой отчетности;
- трансформация финансовой отчетности.

Инфляционная корректировка проводится в целях приведения информации за прошедшие периоды к сопоставимому виду. Например, возможен пересчет номинальной величины параметра с использованием индекса потребительских или оптовых цен или переоценка параметров согласно изменению курса рубля относительно более стабильной валюты.

Нормализация финансовой отчетности необходима для выявления действительных доходов и расходов предприятия, а также установления его истинного

финансового положения. Направления нормализации (основные виды корректировок):

- доходы и расходы (нетипичные, нерегулярные, чрезвычайные, непроизводственные);
- активы (недействующие, недостающие, неучтенные, избыточные);
- обязательства (неоперационные, неучтенные, просроченные);
- размер дебиторской задолженности (выявление просроченной и безнадежной к взысканию, установление не подлежащей корректировке задолженности ввиду надежности дебитора и малого срока возврата);
- корректировки, вызванные изменениями в принципах учета;
- корректировки, вызванные отклонениями от законодательных норм в ведении учета.

После проведения данных корректировок составляется нормализованный баланс и нормализованный отчет о прибылях и убытках, которые используются исключительно для целей оценки стоимости бизнеса.

Трансформация финансовой отчетности для целей оценки бизнеса проводится не всегда, а лишь в том случае, когда заказчик оценки планирует сделку с иностранным партнером. Трансформация отчетности осуществляется путем ее приведения к неким единым стандартам, например МСФО или ГААП.

Результаты анализа влияют на процедуру оценки стоимости бизнеса.

Если анализ показал, что у предприятия имеется значительный имущественный комплекс, отсутствует информация о длительной прибыльной работе предприятия или прогноз будущих доходов или денежных потоков затруднен, отсутствует информация о предприятиях-аналогах, то в рамках затратного подхода оценщик выберет метод чистых активов.

Если финансовый анализ выявил, что предприятие является несостоятельным (неплатежеспособным), т. е. имеет неудовлетворительную структуру баланса и ему угрожает банкротство, то в рамках затратного подхода оценщик выберет метод ликвидационной стоимости.

Если анализ нормализованного отчета о прибылях и убытках выявил положительную тенденцию показателей выручки, чистой прибыли и есть уверенность, что возможен достоверный прогноз и устойчивость этих показателей на будущее, у оценщика имеются все основания применить доходный подход, в рамках которого он использует метод капитализации; если же денежные потоки и финансовые результаты предприятия носят нестабильный характер, выбирают метод ДДП.

Возможность применения методов сравнительного подхода определяется не только результатами отраслевого анализа (есть ли предприятия-аналоги и ценовая информация о сделках с ними?), но и результатами внутреннего финансового анализа. Если финансовое положение оцениваемого бизнеса сильно отличается от аналогичных предприятий (масштаб деятельности, зрелость и стадия развития бизнеса, структура активов и обязательств и т. д.), то от сравнительного подхода придется отказаться или придать ему при взвешивании результатов небольшой вес.

Практика финансового анализа выработала следующие основные методы чтения финансовых отчетов.

1. Горизонтальный (временной) анализ — сравнение показателей отчетности с данными предыдущего периода.
2. Вертикальный (структурный) анализ — определение структуры итоговых финансовых показателей с выявлением влияния каждой позиции отчетности на результат в целом.
3. Трендовый анализ — сравнение каждой позиции отчетности с рядом предшествующих периодов и определение тренда, т. е. основной тенденции динамики показателя. С помощью тренда формируются возможные значения показателей в будущем, а следовательно, ведется перспективный прогнозный анализ.
4. Сравнительный (пространственный) анализ — сопоставление данных предприятия с показателями аналогичных предприятий или предприятий конкурентов, сопоставление со среднеотраслевыми и средними общеэкономическими данными (межхозяйственный, межфирменный сравнительный анализ фирмы) или внутрихозяйственное сопоставление по отдельным показателям фирмы, дочерних фирм, подразделений, цехов.
5. Анализ относительных показателей (коэффициентов) — расчет отношений между данными отчетности и определение их взаимосвязи.
6. Факторный анализ — анализ влияния отдельных факторов на результативный показатель с помощью детерминированных или стохастических приемов исследования. Причем факторный анализ может быть как прямым, т. е. заключающимся в раздроблении результативного показателя на составные части, так и обратным, когда отдельные элементы соединяются в общий результативный показатель.

3.2.2. Бухгалтерская отчетность как информационная база финансового анализа

Источником информации для проведения финансового анализа предприятия является ретроспективная бухгалтерская (финансовая) отчетность организации, которая прошла процедуру корректировки. Важнейшими из форм отчетности являются:

- бухгалтерский баланс (форма № 1);
- отчет о прибылях и убытках (форма № 2);
- формы, включаемые в состав приложений к бухгалтерскому балансу и отчету о прибылях и убытках:
 - отчет об изменениях капитала (форма № 3);
 - отчет о движении денежных средств (форма № 4);
 - приложение к бухгалтерскому балансу (форма № 5);
 - отчет о целевом использовании полученных средств (форма № 6).

При проведении анализа указанных бухгалтерских форм оценщику необходимо помнить следующее: данные формы утверждены для представления как годовой, так и промежуточной (квартальной) отчетности организаций. В составе годовой отчетности должны быть дополнительно представлены:

- пояснительная записка;
- аудиторское заключение, подтверждающее достоверность бухгалтерской отчетности организации, если она в соответствии с федеральными законами подлежит обязательному аудиту.

Перечень организаций, подлежащих обязательному аудиту, закреплен в ст. 7 Федерального закона «Об аудиторской деятельности» от 7 августа 2001 г. № 119-ФЗ.

Имеют право не сдавать (и, как правило, не сдают и не составляют) формы № 3–5:

- малые предприятия, не обязанные проводить аудиторскую проверку. Помимо этого, они не представляют пояснительную записку, а при заполнении форм № 1 и № 2 могут отражать данные только по группам статей без дополнительной расшифровки;
- малые предприятия, обязанные проводить аудиторскую проверку, если у них отсутствуют данные, подлежащие отражению в указанных формах;
- некоммерческие организации. Помимо форм № 1 и № 2 им рекомендовано заполнить отчет о целевом использовании полученных средств (форма № 6);
- общественные организации, не осуществляющие предпринимательскую деятельность и не имеющие оборотов по продаже товаров (работ, услуг), кроме выбывшего имущества. Они также не должны сдавать пояснительную записку.

Основными документами, которые регулируют порядок составления и представления бухгалтерской отчетности, являются:

- Федеральный закон «О бухгалтерском учете» от 21 ноября 1996 г. № 129-ФЗ;
- Положение по ведению бухгалтерского учета и бухгалтерской отчетности в Российской Федерации, утвержденное Приказом Минфина России от 29 июля 1998 г. № 34н;
- Положение по бухгалтерскому учету «Бухгалтерская отчетность организации» (ПБУ 4/99), утвержденное Приказом Минфина России от 6 июля 1999 г. № 43н;
- Приказ Министерства финансов Российской Федерации «О формах бухгалтерской отчетности организаций» от 22 июля 2003 г. № 67н;
- коды показателей годовой бухгалтерской отчетности организаций, данные по которым подлежат обработке в органах государственной статистики, утвержденные Приказом Госкомстата России и Минфина РФ от 14 ноября 2003 г. № 475/102н.

При этом организациям предоставлено право самостоятельно разрабатывать формы бухгалтерской отчетности на основе образцов форм, приведенных в приложении к Приказу от 22 июля 2003 г. № 67н, а также определять состав показателей отчетности с учетом уровня существенности этих показателей.

Но в любом случае, все показатели, находящиеся в определенных строках форм отчетности, которые предстоит анализировать оценщику, формируются исходя из оборотов и остатков бухгалтерских счетов главной книги на конец отчетного периода.

Перед началом проведения финансового анализа оценщику также необходимо ознакомиться с приказом об учетной политике, который утверждается на любом предприятии до начала финансового года (Положение по бухгалтерскому учету «Учетная политика организации» ПБУ 1/98, утверждено Приказом Минфина РФ от 9 декабря 1998 г. № 60н). Именно в учетной политике организация отражает способы ведения бухгалтерского и налогового учета, существенно влияющие на оценку и принятие решений заинтересованными пользователями бухгалтерской отчетности. В частности, в учетной политике раскрываются:

- способы амортизации основных средств;
- способы амортизации нематериальных и иных активов;
- способы оценки производственных запасов, товаров, незавершенного производства и готовой продукции при поступлении и выбытии;
- способы признания прибыли от продажи продукции, товаров, работ, услуг;
- политика в целях налогообложения;
- организационно-технические аспекты ведения учета.

В том случае, если организация представляет полный комплект отчетности, оценщику необходимо проанализировать данные отчета об изменениях капитала (ф. № 3) и отчета о движении денежных средств (ф. № 4), которые характеризуют изменения в финансовом положении организации в разрезе текущей, инвестиционной и финансовой деятельности.

Пояснительная записка, как правило, состоит из нескольких разделов, например может иметь такую структуру:

1. Сведения об организации.
2. Аналитические показатели, характеризующие деятельность организации.
3. Расшифровка показателей бухгалтерской отчетности.
4. Изменения учетной политики на следующий год.
5. Решения по итогам рассмотрения годовой бухгалтерской отчетности и распределения чистой прибыли.

Наибольший интерес для оценщика представляет раздел «Аналитические показатели», в котором (по итогам финансового года):

- дается анализ факторов, повлиявших на формирование финансового результата организации в отчетном году, например рост покупательского спроса, улучшение качества продукции и т. д.;
- представляется расчет качественных изменений в имущественном и финансовом положении (показатель рентабельности, доли собственных оборотных средств);
- оценивается финансовое состояние организации на краткосрочную перспективу (текущая ликвидность, обеспеченность собственными средствами, способность восстановления (утраты) платежеспособности);
- оценивается финансовое состояние на долгосрочную перспективу (характеристика структуры источников средств, степень зависимости организации от внешних инвесторов и кредиторов, динамика инвестиций);
- оценивается деловая активность организации (широта рынков сбыта продукции и т. д.).

Анализ финансового положения (анализ бухгалтерского баланса — ф. № 1)

Из всех форм отчетности важнейшей является бухгалтерский баланс. Бухгалтерский баланс состоит из двух равновеликих частей: актива и пассива. В активе баланса представлено имущество организации по составу и размещению, в пассиве — источники формирования этого же имущества. Именно поэтому сумма актива всегда равна сумме пассива. Бухгалтерский баланс характеризует в денежной форме финансовое положение организации на определенную дату.

На основе данных бухгалтерского баланса проводится анализ по следующим направлениям:

- общая оценка структуры активов и их источников;
- анализ ликвидности баланса;
- анализ платежеспособности предприятия;
- анализ вероятности банкротства;
- анализ финансовой устойчивости.

Общая оценка структуры активов и их источников

Для проведения анализа структуры активов и источников организации в исходном балансе производят уплотнение (объединение) отдельных его статей, дополняют его показателями структуры и расчетами динамики величины активов и пассивов, т. е. формируют сравнительный аналитический баланс. Он характеризует статику и динамику финансового положения организации и фактически включает все показатели горизонтального и вертикального анализа. Наиболее важными показателями являются:

- общая стоимость активов организации (строка 190 + строка 290);
- стоимость внеоборотных (иммобилизованных) активов (средств) или недвижимых активов (строка 190);
- стоимость оборотных (мобильных) активов (средств) (строка 290);
- стоимость материальных оборотных средств (строка 210 + 220);
- величина собственного капитала организации (строка 490);
- величина заемного капитала (строка 590 + 690);
- величина собственных средств в обороте (строка 490 – 190);
- размер текущих обязательств (строка 610 + 620 + 630 + 660);
- рабочий капитал (строка 290 – 690).

Из относительных показателей необходимо обратить внимание на следующие:

- удельный вес собственного капитала в общей стоимости активов;
- соотношение темпов роста собственного и заемного капитала;
- соотношение темпов роста дебиторской и кредиторской задолженности.

Признаками «хорошего» баланса являются:

- валюта баланса в конце отчетного периода должна увеличиваться по сравнению с началом периода;
- темпы прироста оборотных активов должны быть выше, чем темпы прироста внеоборотных активов;
- собственный капитал организации должен превышать заемный, и темпы его роста должны быть выше, чем темпы роста заемного капитала;
- темпы прироста дебиторской и кредиторской задолженности должны быть примерно одинаковыми;
- доля собственных оборотных средств в оборотных активах должна быть более 10%;
- в балансе должна отсутствовать статья «Непокрытый убыток».

Для детализации общей картины изменений в финансовом положении организации для каждого раздела актива и пассива баланса возможно построение срав-

нительных аналитических таблиц. В данных таблицах можно проанализировать отдельно структуру и динамику внеоборотных активов, оборотных активов, дебиторской задолженности (и прочих активов), капитала, резервов, кредитов и займов, кредиторской задолженности (и прочих пассивов).

Коммерческая организация решает одновременно две основные задачи в финансовой сфере:

- 1) поддержка способности отвечать по своим текущим финансовым обязательствам;
- 2) обеспечение долгосрочного финансирования в необходимых объемах.

В первом случае характеристиками предприятия выступают показатели ликвидности и платежеспособности, во втором — финансовой устойчивости.

Анализ ликвидности баланса

Анализ ликвидности баланса заключается в сравнении средств по активу, сгруппированных по степени их ликвидности (т. е. скорости превращения в денежные средства) с обязательствами по пассиву, сгруппированными по срокам их погашения. При этом активы располагают в порядке убывания ликвидности, а пассивы — в порядке возрастания сроков погашения.

Активы предприятия в зависимости от степени ликвидности делят на следующие группы (табл. 3.1):

- А1 — наиболее ликвидные активы;
- А2 — быстро реализуемые активы;
- А3 — медленно реализуемые активы;
- А4 — трудно реализуемые активы.

Таблица 3.1. Активы предприятия в зависимости от степени ликвидности и их расчет

Показатель	Состав показателя	Расчет показателя на основе строк баланса
A1	<ul style="list-style-type: none"> • Денежные средства • Краткосрочные финансовые вложения 	Стр. 250 + стр. 260
A2	<ul style="list-style-type: none"> • Краткосрочная дебиторская задолженность 	Стр. 240
A3	<ul style="list-style-type: none"> • Запасы • НДС по приобретенным ценностям • Долгосрочная дебиторская задолженность • Прочие активы, не вошедшие в предыдущие разделы 	Стр. 210 + стр. 220 + + стр. 230 + стр. 270
A4	<ul style="list-style-type: none"> • Внеоборотные активы 	Стр. 190

Пассивы предприятия в зависимости от сроков их оплаты (погашения) делят на следующие группы (табл. 3.2):

- П1 — наиболее срочные обязательства;
- П2 — краткосрочные пассивы;
- П3 — долгосрочные пассивы;
- П4 — устойчивые (постоянные) пассивы.

Таблица 3.2. Пассивы предприятия в зависимости от сроков их оплаты (погашения) и их расчет

Показатель	Состав показателя	Расчет показателя на основе строк баланса
П1	• Кредиторская задолженность	Стр. 620
П2	• Краткосрочные заемные средства • Задолженность участникам по выплате доходов • Прочие краткосрочные обязательства	Стр. 610 + стр. 630 + стр. 660
П3	• Долгосрочные кредиты и займы • Доходы будущих периодов • Резервы предстоящих расходов и платежей	Стр. 590 + стр. 640 + стр. 650
П4	• Капитал и резервы (собственный капитал организации)	Стр. 490

Для определения ликвидности баланса сопоставляют итоги приведенных групп показателей по активу и пассиву. Баланс признается абсолютно ликвидным, если выполняются следующие соотношения:

$$A1 \geq П1;$$

$$A2 \geq П2;$$

$$A3 \geq П3;$$

$$A4 \leq П4.$$

Сопоставление данных о ликвидных средствах и обязательствах позволяет рассчитать следующие показатели:

- текущая ликвидность — показатель, характеризующий платежеспособность (+) или неплатежеспособность (–) организации на ближайшее время:

$$ТЛ = (A1 + A2) - (П1 + П2);$$

- перспективная ликвидность — показатель, характеризующий прогнозную платежеспособность:

$$ПЛ = A3 - П3.$$

Анализ платежеспособности предприятия

Анализ ликвидности, проведенный по предложенной выше схеме, является приближенным. Более детальным является анализ платежеспособности при помощи финансовых коэффициентов, представленных в табл. 3.3.

Анализ вероятности банкротства

С момента вступления в силу в России Федерального закона «О несостоятельности (банкротстве)» от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ признаками банкротства являются следующие (см. ст. 3):

«1. Гражданин считается неспособным удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей, если соответствующие обязательства и (или) обязанность

Таблица 3.3. Финансовые коэффициенты платежеспособности

Наименование показателя	Способ расчета		Нормальное ограничение	Пояснения
1. Общий показатель платежеспособности	$L1 = (A1 + 0,5A2 + 0,3A3) : (П1 + 0,5П2 + 0,3П3)$		$L1 \geq 1$	–
2. Коэффициент абсолютной ликвидности	$L2 = (\text{денежные средства} + \text{краткосрочные финансовые вложения}) : (\text{текущие обязательства})$	$L2 = (\text{стр. 250} + \text{стр. 260}) : (\text{стр. 610} + \text{стр. 620} + \text{стр. 630} + \text{стр. 660})$	$L2 \geq 0,1 - 0,7$	Характеризует структуру баланса. Показывает, какая часть краткосрочных заемных средств может быть при необходимости погашена немедленно
3. Коэффициент «критической точки» (коэффициент быстрой ликвидности или срочной ликвидности)	$L3 = (\text{денежные средства} + \text{краткосрочные финансовые вложения} + \text{краткосрочная дебиторская задолженность}) : (\text{текущие обязательства})$	$L3 = (\text{стр. 250} + \text{стр. 260} + \text{стр. 240}) : (\text{стр. 610} + \text{стр. 620} + \text{стр. 630} + \text{стр. 660})$	Не менее 1,0	Показывает, какую часть краткосрочной задолженности организация может покрыть в ближайшей перспективе при условии полного погашения дебиторской задолженности
4. Коэффициент текущей ликвидности (коэффициент покрытия)	$L4 = (\text{оборотные активы}) : (\text{текущие обязательства})$	$L4 = (\text{стр. 290}) : (\text{стр. 610} + \text{стр. 620} + \text{стр. 630} + \text{стр. 660})$	Не менее 2,0	Характеризует платежные возможности предприятия при условии погашения краткосрочной дебиторской задолженности и реализации имеющихся запасов
5. Коэффициент маневренности функционирующего капитала	$L5 = (\text{медленно реализуемые активы}) : (\text{оборотные активы} - \text{текущие обязательства})$	$L5 = (\text{стр. 210} + \text{стр. 220} + \text{стр. 230}) : (\text{стр. 290} - \text{стр. 610} - \text{стр. 620} - \text{стр. 630} - \text{стр. 660})$	Уменьшение показателя в динамике является положительным фактом	Показывает, какая часть функционирующего капитала обездвижена в производственных запасах и долгосрочной дебиторской задолженности
6. Доля оборотных средств в активах	$L6 = (\text{оборотные активы}) : (\text{валюта баланса})$	$L6 = (\text{стр. 290}) : \text{стр. 300}$	$L6 \geq 0,5$	Зависит от отраслевой принадлежности организации
7. Коэффициент обеспеченности собственными средствами (собственными источниками финансирования)	$L7 = (\text{собственный капитал} - \text{внеоборотные активы}) : (\text{оборотные активы})$	$L7 = (\text{стр. 490} - \text{стр. 190}) : \text{стр. 290}$	$L7 \geq 0,1$ (чем больше, тем лучше)	Характеризует наличие собственных оборотных средств у организации, необходимых для ее текущей деятельности

Таблица 3.3 (окончание)

Наименование показателя	Способ расчета		Нормальное ограничение	Пояснения
8. Коэффициент обеспеченности обязательств активами	Л8 = (оборотные активы + внеоборотные активы): (текущие обязательства + долгосрочные обязательства)	Л8 = (стр. 190 + стр. 290) : (стр. 590 + стр. 610 + стр. 620 + стр. 630 + стр. 660)	Увеличение показателя в динамике является положительным фактом	Характеризует величину активов, приходящихся на единицу обязательств

не исполнены им в течение трех месяцев с даты, когда они должны были быть исполнены, и если сумма его обязательств превышает стоимость принадлежащего ему имущества.

2. Юридическое лицо считается неспособным удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей, если соответствующие обязательства и (или) обязанность не исполнены им в течение трех месяцев с даты, когда они должны были быть исполнены».

При этом в соответствии с п. 2 ст. 33 данного Закона:

«Заявление о признании должника банкротом принимается арбитражным судом, если требования к должнику — юридическому лицу в совокупности составляют не менее чем сто тысяч рублей, к должнику-гражданину — не менее чем десять тысяч рублей и указанные требования не исполнены в течение трех месяцев с даты, когда они должны были быть исполнены, если иное не предусмотрено настоящим Федеральным законом».

В соответствии с Методическим положением по оценке финансового состояния предприятий и установлению неудовлетворительной структуры баланса (утв. Распоряжением ФУДН при Госкомимуществе РФ от 12 августа 1994 г. № 31-р) для оценки структуры баланса предприятия необходимо рассчитать:

- коэффициент текущей ликвидности (Л4);
- коэффициент обеспеченности собственными средствами (Л7).

Основанием для признания структуры баланса предприятия неудовлетворительной, а предприятия — неплатежеспособным является выполнение одного из следующих условий:

- коэффициент текущей ликвидности на конец отчетного периода имеет значение менее 2;
- коэффициент обеспеченности собственными средствами на конец отчетного периода имеет значение менее 0,1.

В том случае, если хотя бы один из этих коэффициентов имеет значение менее указанных, рассчитывается коэффициент восстановления платежеспособности за период, установленный равным 6 месяцам (Л8).

В том случае, если коэффициент текущей ликвидности больше или равен 2, а коэффициент обеспеченности собственными средствами больше или равен 0,1, рассчитывается коэффициент утраты платежеспособности за период, установленный равным трем месяцам (Л9).

Наименование показателя	Расчет	Ограничения
Коэффициент восстановления платежеспособности	$Л8 = \frac{Л4ф + 6(Л4ф - Л4н) : T}{2}$	Не менее 1,0
Коэффициент утраты платежеспособности	$Л9 = \frac{Л4ф + 3(Л4ф - Л4н) : T}{2}$	Не менее 1,0

В таблице Л4ф – фактическое значение (в конце отчетного периода) коэффициента текущей ликвидности (Л4); Л4н – значение коэффициента текущей ликвидности в начале отчетного периода; 6 или 3 – период восстановления или утраты платежеспособности в месяцах; T – отчетный период в месяцах.

Коэффициент утраты платежеспособности, принимающий значение больше 1, рассчитанный на период, равный 3 месяцам, свидетельствует о наличии реальной возможности у предприятия не утратить платежеспособность.

Коэффициент утраты платежеспособности, принимающий значение меньше 1, рассчитанный на период, равный 3 месяцам, свидетельствует о том, что у предприятия в ближайшее время имеется возможность утратить платежеспособность.

Более того, при финансовом анализе предприятий-должников арбитражными управляющими применяются более жесткие критерии при оценки финансовых коэффициентов. Некоторые показатели необходимо преобразовать, а не брать непосредственно из отчетности. Например:

- под внеоборотными активами понимают сумму стоимости нематериальных активов (без деловой репутации и организационных расходов), основных средств (без капитальных затрат на арендуемые основные средства), незавершенных капитальных вложений (без незавершенных капитальных затрат на арендуемые основные средства), доходных вложений в материальные ценности, долгосрочных финансовых вложений, прочих внеоборотных активов (стр. 190 – стр. 112 – стр. 113, ф. № 1);
- под оборотными активами понимают сумму стоимости запасов (без стоимости отгруженных товаров), долгосрочной дебиторской задолженности, ликвидных активов, налога на добавленную стоимость по приобретенным ценностям, задолженности участников (учредителей) по взносам в уставный капитал, собственных акций, выкупленных у акционеров (стр. 290 – стр. 215), и т. д.

Анализ финансовой устойчивости

Анализ финансовой устойчивости проводится для того, чтобы определить:

- способность организации отвечать по своим долгосрочным обязательствам;
- степень независимости организации от заемных источников финансирования.

Самым простым, но в то же время и самым приближенным способом оценки финансовой устойчивости является проверка соблюдения следующего соотношения:

$$\text{Оборотные активы} < \text{Собственный капитал} \times 2 - \text{Внеоборотные активы}$$

или

$$\text{стр. 290} < \text{стр. 490} \times 2 - \text{стр. 190}.$$

Наиболее точным способом оценки финансовой устойчивости является расчет коэффициентов, представленных в табл. 3.4.

Таблица 3.4. Коэффициенты финансовой устойчивости и способы их расчета

Наименование показателя	Способ расчета		Нормальное ограничение	Пояснения
Коэффициент капитализации (плечо финансового рычага)	$U1 = (\text{заемный капитал}) : (\text{собственный капитал})$	$U1 = (\text{стр. 590} + \text{стр. 690}) : (\text{стр. 490})$	Не выше 1,5	Показывает, сколько организация привлекла заемных средств на 1 руб. вложенных в активы собственных средств
Собственный капитал в обороте (собственный оборотный капитал, собственные оборотные средства)	$U2 = (\text{капитал и резервы} + \text{доходы будущих периодов} - \text{расходы будущих периодов} - \text{задолженность учредителей по взносам в УК}) - (\text{внеоборотные активы})$ или упрощенно: (капитал и резервы) – (внеоборотные активы)	$U2 = (\text{стр. 490} + \text{стр. 640} + \text{стр. 650} - \text{стр. 244}) - \text{стр. 190}$ или упрощенно: $U2 = \text{стр. 490} - \text{стр. 190}$	Увеличение показателя является положительной тенденцией	Нулевое или отрицательное значение показателя свидетельствует, что все оборотные (может быть, и часть внеоборотных) активы, сформированы за счет заемных источников (средств)
Коэффициент обеспеченности запасов собственными источниками	$U3 = (\text{собственный капитал} - \text{внеоборотные активы}) : (\text{запасы} + \text{НДС})$	$U3 = (\text{стр. 490} - \text{стр. 190}) : (\text{стр. 210} + \text{стр. 220})$	Увеличение показателя рассматривается как положительная тенденция	Показывает достаточность собственных оборотных средств для покрытия запасов
Коэффициент автономии (концентрации собственного капитала)	$U4 = (\text{собственный капитал}) : (\text{валюта баланса})$	$U4 = \text{стр. 490} : \text{стр. 700}$	$0,4 \leq U4 \leq 0,6$	Соизмеряет собственный капитал со всеми источниками финансирования
Коэффициент финансирования	$U5 = (\text{собственный капитал}) : (\text{заемный капитал})$	$U5 = (\text{стр. 490}) : (\text{стр. 590} + \text{стр. 690})$	$U5 \geq 0,7$ оптимальное значение $U4 \approx 1,5$	Показывает, какая часть деятельности финансируется за счет собственных, какая – за счет заемных средств

Наименование показателя	Способ расчета		Нормальные ограничения	Пояснения
Коэффициент финансовой устойчивости	$У6 = (\text{собственный капитал} + \text{долгосрочные обязательства}) : (\text{валюта баланса})$	$У6 = (\text{стр. 490} + \text{стр. 590}) : (\text{стр. 190} + \text{стр. 290})$	$У6 \geq 0,6$	Показывает, какая часть актива финансируется за счет устойчивых источников
Коэффициент маневренности	$У7 = (\text{собственный капитал} - \text{внеоборотные активы}) : (\text{собственный капитал})$	$У7 = (\text{стр. 490} - \text{стр. 190}) : (\text{стр. 490})$	Высокие значения $У7$ положительно характеризуют финансовое состояние Рекомендованное значение 0,2–0,5	Показывает, какая часть собственного капитала вложена в оборотные активы, т. е. находится в мобильной форме, позволяющей относительно свободно маневрировать капиталом
Коэффициент иммобилизации	$У8 = (\text{внеоборотные активы}) : (\text{оборотные активы})$	$У8 = (\text{стр. 190}) : (\text{стр. 290})$	Данный показатель отражает, как правило, отраслевую специфику фирмы	Характеризует соотношение постоянных и текущих активов

Основные нормативные документы, которыми регулируется процедура проведения финансового анализа предприятий, приведены в приложении 2. Некоторые из них утратили силу, но лишь как нормативные акты, на основании которых предприятие можно через суд признать банкротом. Алгоритмы же расчетов, пояснения к определению различных показателей, правила оформления результатов анализа, интерпретации коэффициентов, предложенные в этих документах, могут и должны использоваться оценщиками для аналитической работы.

Анализ финансовых результатов (анализ отчета о прибылях и убытках — ф. № 2)

Показатели финансовых результатов (прибыли) деятельности предприятия содержатся в ф. № 2.

На основе данных отчета о прибылях и убытках проводится анализ по следующим направлениям:

- анализ деловой активности;
- анализ уровня и динамики финансовых результатов;
- анализ рентабельности.

Анализ деловой активности

Термин «деловая активность» появился в отечественной экономической литературе началось сравнительно недавно, и его значение еще не устоялось. Но в кон-

тексте анализа финансово-хозяйственной деятельности под деловой активностью обычно понимают эффективность текущей производственной и коммерческой деятельности организации.

Деловая активность проявляется в динамичности развития организации, достижении поставленных ею целей, что отражается в различных показателях. В финансовом аспекте деловую активность можно характеризовать двумя группами показателей:

- 1) общие показатели оборачиваемости;
- 2) показатели управления активами.

Оборачиваемость средств, вложенных в имущество предприятия, может быть оценена следующими показателями:

- скорость оборота — количество оборотов, которое делает за анализируемый период капитал организации или его составляющие;
- период оборота — средний срок, за который возвращаются вложенные в хозяйственную деятельность организации денежные средства.

В табл. 3.5 представлены наиболее распространенные в аналитической работе коэффициенты деловой активности. При расчете указанных коэффициентов необходимо учесть следующее.

1. Все показатели бухгалтерского баланса, которые содержат слово «средняя, среднегодовая», определяются по формуле средней арифметической:

$$\text{средняя величина актива} = (O_{\text{нач}} + O_{\text{кон}})/2,$$

где $O_{\text{нач}}$ и $O_{\text{кон}}$ — величина актива на начало и конец анализируемого периода соответственно.

2. Показатель «Выручка от продажи» содержится в ф. № 2 (стр. 010).
3. Продолжительность одного оборота (в днях) = (длительность анализируемого периода, в днях) / (коэффициент оборачиваемости актива, в оборотах).

Таблица 3.5. Коэффициенты деловой активности и способы их расчета

Наименование показателя	Способ расчета		Пояснения
Общие показатели оборачиваемости			
Коэффициент общей оборачиваемости капитала (ресурсотдача), оборотов	$D1 = (\text{выручка от продажи}) / (\text{среднегодовая стоимость активов})$	$D1 = (\text{стр. 010, ф. № 2}) / (\text{стр. 190} + \text{стр. 290, ф. № 1})$	Характеризует эффективность использования имущества
Коэффициент оборачиваемости оборотных средств, оборотов	$D2 = (\text{выручка от продажи}) / (\text{среднегодовая стоимость оборотных активов})$	$D1 = (\text{стр. 010, ф. № 2}) / (\text{стр. 290, ф. № 1})$	Характеризует скорость оборота всех оборотных средств (материальных и денежных)
Коэффициент отдачи нематериальных активов, оборотов	$D3 = (\text{выручка от продажи}) / (\text{средняя стоимость нематериальных активов})$	$D3 = (\text{стр. 010, ф. 2}) / (\text{стр. 110, ф. № 1})$	Характеризует эффективность использования нематериальных активов

Наименование показателя	Способ расчета		Пояснения
Фондоотдача, оборотов	$D4 = (\text{выручка от продажи}) / (\text{средне-годовая стоимость основных средств})$	$D4 = (\text{стр. 010, ф. № 2}) / (\text{стр. 120, ф. № 1})$	Характеризует эффективность использования основных средств предприятия
Коэффициент отдачи собственного капитала, оборотов	$D5 = (\text{выручка от продажи}) / (\text{средняя стоимость собственного капитала})$	$D1 = (\text{стр. 010, ф. № 2}) / (\text{стр. 490, ф. № 1})$	Характеризует скорость оборота собственного капитала. Показывает, сколько выручки (руб.) приходится на 1 руб. вложенного собственного капитала
Показатели управления активами			
Оборачиваемость материальных средств (запасов), дней	$D6 = (\text{средняя стоимость запасов} \times T) / (\text{выручка от продажи})$	$D6 = (\text{стр. 210, ф. № 1}) \times T / (\text{стр. 010, ф. № 2})$	Показывает, за сколько дней (в среднем) оборачиваются запасы в анализируемом периоде
Оборачиваемость денежных средств, дней	$D7 = (\text{средняя стоимость денежных средств} \times T) / (\text{выручка от продажи})$	$D7 = (\text{стр. 260, ф. № 1}) \times T / (\text{стр. 010, ф. № 2})$	Показывает срок оборота денежных средств
Коэффициент оборачиваемости средств в расчетах, оборотов	$D8 = (\text{выручка от продажи}) / (\text{средняя стоимость дебиторской задолженности})$	$D8 = (\text{стр. 010, ф. № 2}) / (\text{стр. 230 или стр. 240, ф. № 1})$	Показывает количество оборотов средств, находящихся в дебиторской задолженности
Срок погашения дебиторской задолженности, дней	$D9 = (\text{средняя стоимость дебиторской задолженности} \times T) / (\text{выручка от продажи})$	$D9 = (\text{стр. 230 или стр. 240, ф. № 1}) \times T / (\text{стр. 010, ф. № 2})$	Показывает, за сколько дней (в среднем) погашается дебиторская задолженность предприятия
Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности, оборотов	$D10 = (\text{выручка от продажи}) / (\text{средняя стоимость кредиторской задолженности})$	$D10 = (\text{стр. 010, ф. № 2}) / (\text{стр. 620, ф. № 1})$	Показывает, расширяется или снижается коммерческий кредит, предоставляемый предприятию (т. е. представленные отсрочки по оплате ТМЦ, работ, услуг)
Срок погашения кредиторской задолженности, дней	$D11 = (\text{средняя стоимость кредиторской задолженности} \times T) / (\text{выручка от продажи})$	$D11 = (\text{стр. 620, ф. № 1}) \times T / (\text{стр. 010, ф. № 2})$	Показывает средний срок возврата долгов предприятия по текущим обязательствам

Анализ уровня и динамики финансовых результатов

Анализ финансовых результатов деятельности организации рекомендуется проводить в следующей последовательности:

- 1) исследование изменений каждого показателя за текущий анализируемый период (горизонтальный анализ);
- 2) исследование структуры соответствующих показателей и их изменений (вертикальный анализ);
- 3) изучение динамики изменения показателей за ряд отчетных периодов (трендовый анализ);
- 4) изучение влияния факторов на прибыль (факторный анализ).

В ходе анализа рассчитываются следующие показатели.

1. Абсолютное отклонение

$$(+ \text{ или } -) \Delta\Pi = \Pi_1 - \Pi_0,$$

где Π_0 — прибыль базисного периода; Π_1 — прибыль отчетного периода; $\Delta\Pi$ — изменение прибыли.

2. Темп роста:

$$T_{\text{роста}} = (\Pi_1 \times 100\%) / \Pi_0.$$

3. Уровень каждого показателя относительно выручки от продажи (%):

$$\text{Уровень} = (\Pi_1 \times 100\%) / \Pi_0.$$

Показатели рассчитываются в базисном и отчетном периоде.

4. Изменение структуры:

$$(+ \text{ или } -) \Delta\text{Ур.} = \text{Ур.} \Pi_1 - \text{Ур.} \Pi_0$$

(уровень отчетного периода — уровень базисного периода).

При проведении этого раздела анализа нужно помнить, что непосредственно по отчету о прибылях и убытках можно проанализировать влияние изменения затрат на прибыль, но оценить влияние факторов на изменение самих затрат нельзя. Для этого понадобятся данные управленческого учета.

Анализ рентабельности

В широком смысле слова понятие рентабельности означает прибыльность, доходность. Предприятие считается рентабельным, если доходы от реализации продукции (работ, услуг) покрывают издержки производства (обращения) и, кроме того, образуют сумму прибыли, достаточную для нормального функционирования предприятия.

Анализ рентабельности позволяет оценить способность предприятия приносить доход на вложенный в него (предприятие) капитал. При расчете коэффициентов рентабельности для оценки экономического эффекта можно сопоставлять размер полученной прибыли с величиной ресурсов или затрат. Но целесообразнее соотносить прибыль не только с ресурсами (затратами), но и с совокупным доходом в виде выручки от текущей деятельности. В этом случае возникают две группы показателей:

- показатели, где базовым элементом (знаменателем коэффициента) выступает выручка от продаж (см. стр. 010 ф. № 2);
- показатели, где базовым элементом (знаменателем коэффициента) выступает стоимостная оценка ресурса (см. стр. 300 или стр. 490 ф. № 1) или затрат (см. стр. 020, 030, 040 ф. № 2).

Наиболее распространенные в аналитической работе коэффициенты, характеризующие рентабельность (прибыльность), а также способы их расчета на основе форм отчетности (ф. № 1 и ф. № 2) представлены в табл. 3.6.

При этом следует помнить, что показатель «Выручка от продаж», указанный в ф. № 2 по стр. 010, не содержит налога на добавленную стоимость, акцизов и аналогичных обязательных платежей, которые получило предприятия в составе валовой выручки.

Таблица 3.6. Коэффициенты рентабельности и способы их расчета

Наименование показателя	Способ расчета		Пояснения
Рентабельность объема продаж, %	$P1 = (\text{прибыль от продаж}) \times 100 / (\text{выручка от продаж})$	$P1 = (\text{стр. 050, ф. № 2}) \times 100 / (\text{стр. 010, ф. № 2})$	Характеризует размер прибыли на рубль объема реализованной продукции
Бухгалтерская рентабельность от обычной деятельности, %	$P2 = (\text{прибыль до налогообложения}) \times 100 / (\text{выручка от продаж})$	$P2 = (\text{стр. 140, ф. № 2}) \times 100 / (\text{стр. 010, ф. № 2})$	Показывает размер прибыли до выплаты налога на прибыль на 1 руб. объема реализованной продукции
Чистая рентабельность, %	$P3 = (\text{чистая прибыль}) \times 100 / (\text{выручка от продаж})$	$P3 = (\text{стр. 190, ф. № 2}) \times 100 / (\text{стр. 010, ф. № 2})$	Характеризует размер чистой прибыли на единицу выручки, т. е. уровень прибыли после выплаты налога на прибыль
Экономическая рентабельность, %	$P4 = (\text{чистая прибыль}) \times 100 / (\text{средняя стоимость имущества})$	$P4 = (\text{с. 190, ф. № 2}) \times 100 / (\text{стр. 300, ф. № 1})$	Характеризует эффективность использования всего имущества
Рентабельность собственного капитала, %	$P6 = (\text{чистая прибыль}) \times 100 / (\text{средняя стоимость собственного капитала})$	$P6 = (\text{стр. 190, ф. № 2}) \times 100 / (\text{стр. 490, ф. № 1})$	Характеризует эффективность использования собственного капитала. Данный показатель и его динамика влияет на уровень котировки акций
Валовая рентабельность, %	$P6 = (\text{прибыль валовая}) \times 100 / (\text{выручка от продаж})$	$P3 = (\text{стр. 029, ф. № 2}) \times 100 / (\text{стр. 010, ф. № 2})$	Характеризует размер валовой прибыли на единицу выручки
Рентабельность реализованной продукции (затратоотдача), %	$P7 = (\text{прибыль от продаж}) \times 100 / (\text{затраты на производство и реализацию продукции})$	$P7 = (\text{стр. 050, ф. № 2}) \times 100 / (\text{стр. 020} + \text{стр. 030} + \text{стр. 040, ф. № 2})$	Показывает, сколько прибыли от продаж приходится на 1 руб. полных затрат

3.3. Использование материалов аудиторских проверок

Существенную помощь при проведении оценки бизнеса могут оказать оценщику результаты аудита компании.

Аудит (аудиторская деятельность) — это предпринимательская деятельность по независимой проверке бухгалтерского учета и финансовой (бухгалтерской) отчетности организаций и индивидуальных предпринимателей (далее — аудируемые лица).

Основная **цель аудита** — выразить мнение о достоверности финансовой (бухгалтерской) отчетности аудируемых лиц, о соответствии порядка ведения бухгалтерского учета аудируемых лиц законодательству Российской Федерации.

При этом под **достоверностью** понимается степень точности данных финансовой (бухгалтерской) отчетности, которая позволяет пользователю этой отчетности на основании ее данных делать правильные выводы о результатах хозяйственной деятельности, финансовом и имущественном положении аудируемых лиц и принимать базирующиеся на этих выводах обоснованные решения.

Оценщику следует обратить внимание, что «оценка стоимости имущества и оценка предприятий как имущественных комплексов» отнесена законом к одному из видов услуг, сопутствующих аудиту. Об этом говорится и в Гражданском кодексе РФ. В соответствии с п. 2 ст. 561 ГК РФ: «До подписания договора продажи предприятия должны быть составлены и рассмотрены сторонами: акт инвентаризации, бухгалтерский баланс, **заключение независимого аудитора о составе и стоимости предприятия**, а также перечень всех долгов (обязательств), включаемых в состав предприятия, с указанием кредиторов, характера, размера и сроков их требований». Несмотря на то что большинство сделок купли-продажи бизнеса происходит с привлечением независимого оценщика, именно привлечение аудитора и наличие аудиторского заключения, подтверждающего балансовую стоимость имущества и обязательств, по-прежнему являются обязательным условием.

Оценщик должен учитывать, что в процессе аудита проверяются не абсолютно все операции компании, точнее, не все операции подвергаются сплошной проверке. К процессу аудита в целом применяется понятие «разумной уверенности», определенное Правилом (стандартом) № 1 «Цель и основные принципы аудита финансовой (бухгалтерской) отчетности» (утв. Постановлением Правительства Российской Федерации от 23 сентября 2002 г. № 696, с изм. от 25 августа 2006 г.). Это понятие связано с ограничениями при обнаружении аудиторами искажений финансовой (бухгалтерской) отчетности.

Аудитор должен составить мнение по следующим вопросам:

- общая приемлемость отчетности — соответствует ли в целом отчетность совокупности предъявляемых к ней требований, не содержит ли противоречивой информации;
- обоснованность — существуют ли основания для включения в отчетность отраженных в ней сумм;
- законченность — отражены ли в отчетности все надлежащие суммы, все ли активы и пассивы принадлежат экономическому субъекту;
- оценка — все ли статьи оценены правильно, подсчитаны ли безошибочно;

- классификация — обосновано ли отнесение конкретных сумм на тот счет, в которых они отражены;
- разделение — отнесены ли финансово-хозяйственные операции, проведенные незадолго до даты составления баланса или непосредственно после нее, именно к периоду, в котором они были проведены;
- аккуратность — соответствуют ли суммы отдельных операций данным, представленным в регистрах аналитического учета, данным, представленным в регистрах синтетического учета, оборотно-сальдовой ведомости, главной книге;
- раскрытие — все ли статьи занесены в финансовую (бухгалтерскую) отчетность, правильно ли отражены в отчетных документах и соответствующих приложениях к ним.

Результаты проведенного аудита содержатся в аудиторском заключении, который может оказать существенную помощь при проведении оценки стоимости бизнеса. Оценщику полезно знать, какие факты рассматривались аудитором, прежде чем составить аудиторское заключение.

Аудиторское заключение — это официальный документ, предназначенный для пользователей финансовой (бухгалтерской) отчетности аудируемых лиц и содержащий выраженное в установленной форме мнение аудиторской организации или индивидуального аудитора о достоверности во всех существенных отношениях финансовой (бухгалтерской) отчетности аудируемого лица и соответствии порядка ведения им бухгалтерского учета законодательству Российской Федерации.

Федеральным правилом (стандартом) аудиторской деятельности № 6 «Аудиторское заключение по финансовой (бухгалтерской) отчетности» установлены следующие **виды аудиторских заключений**:

- безоговорочно положительное;
- модифицированное;
- с привлекающей частью;
- с оговоркой;
- отказ от выражения мнения;
- отрицательное.

Безоговорочно положительное мнение выражается тогда, когда аудитор приходит к выводу, что отчетность дает достоверное представление о финансовом положении, финансовых результатах деятельности аудируемого объекта и соответствии установленным принципам и методам ведения бухгалтерского учета и составления отчетности.

Аудиторская фирма может подготовить **модифицированное** аудиторское заключение, если возникли факторы, которые не влияют на аудиторское мнение, но описываются в заключении, чтобы привлечь внимание к какой-либо ситуации, сложившейся в аудируемом объекте и раскрытой в финансовой (бухгалтерской) отчетности, либо влияют на мнение аудитора и приводят к мнению с оговоркой, отказу от выражения мнения или отрицательному мнению.

Модификация достигается путем включения в типовую форму аудиторского заключения, используемую для выражения безоговорочно положительного мнения, части, содержащей модификацию.

Отказ от выражения мнения имеет место в тех случаях, когда ограничение объема аудита настолько существенно и глубоко, что аудитор не может получить достаточных доказательств и, следовательно, не в состоянии выразить мнение о достоверности финансовой (бухгалтерской) отчетности.

Отрицательное мнение выражается только тогда, когда влияние какого-либо разногласия с руководством настолько существенно для финансовой (бухгалтерской) отчетности, что аудитор приходит к выводу, что внесение оговорки в аудиторское заключение не является адекватным для того, чтобы раскрыть вводящий в заблуждение или неполный характер финансовой (бухгалтерской) отчетности.

Формальным основанием для использования в процессе оценки стоимости бизнеса результатов аудита экономического субъекта являются требования, изложенные в Федеральных стандартах оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО № 1)» и «Требования к отчету об оценке (ФСО № 3)».

В ФСО № 1 (п. 16, подп. б) говорится, что одним из этапов оценки является «сбор и анализ информации, необходимой для проведения оценки», в п. 18 перечисляются различные виды этой информации, в п. 19 указывается на обязательность соблюдения требования достаточности и достоверности данной информации. Более того, указано, что в качестве информации, существенной для определения стоимости объекта оценки, может использоваться экспертное суждение привлеченного оценщиком специалиста (эксперта) либо эти специалисты могут привлекаться оценщиком непосредственно для участия в проведении оценки. При этом в отчете об оценке нужно указать их квалификацию и степень их участия в проведении оценки, а также обосновать необходимость их привлечения. Аналогичные требования изложены и в ФСО № 3 (п. 8 подп. в, п. 9).

Таким образом, оценщик может либо привлечь аудитора к процессу оценки, либо воспользоваться информацией, содержащейся в аудиторском заключении.

В первую очередь оценщик должен обратить внимание на вид аудиторского заключения. Если оно является безоговорочно положительным, следовательно, отчетность оцениваемого предприятия о финансовом положении и финансовых результатах деятельности является достоверной и соответствует установленным в РФ принципам и методам ведения бухгалтерского учета и составления отчетности. В соответствии с ФСО № 1 (п. 18, подп. в) данные о прошлых доходах и затратах, а также данные бухгалтерского учета и отчетности, относящиеся к объекту оценки, являются одним из обязательных оснований для суждения оценщика. Таким образом, наличие у предприятия безоговорочно положительного аудиторского заключения повышает степень доверия к его отчетности и позволяет оценщику:

в рамках доходного подхода (метод дисконтирования денежных потоков):

- не подвергать сомнению и пересмотру выявленную структуру расходов и доходов предприятия (кроме необходимых процедур нормализации);
- при планировании величины будущих денежных потоков и показателей прибыли принять данные прогноза, соответствующие выявленным ретроспективным тенденциям;

- при формировании ставки дисконтирования принять к расчету уровень финансового рычага с учетом структуры капитала, установленного аудиторами (при использовании модели CAPM), и не применять повышенный уровень премий за риск, связанный с руководящим составом и прогнозируемостью прибыли (при использовании модели кумулятивного построения);
- при внесении итоговых поправок, связанных с различием требуемой и фактической величины собственного оборотного капитала (СОК), принять уровень фактического СОК, выявленного в ходе аудиторской проверки;

в рамках доходного подхода (метод капитализации доходов (прибыли):

- не перепроверять перечень чрезвычайных и единовременных статей, указанных в бухгалтерском балансе и отчете о прибылях и убытках, подлежащих нормализации, если данные статьи выявлены и указаны аудитором в заключении;
- выбрать капитализируемую величину (чистая прибыль, прибыль до уплаты налогов и т. п.) на основе мнения аудитора о финансовых результатах, которые носят наиболее стабильный характер;
- при формировании ставки капитализации учесть результаты анализа аудитора в отношении ретроспективных долгосрочных темпов прироста различных видов дохода предприятия;

в рамках затратного подхода не перепроверять результаты инвентаризации различных видов имущества и обязательств, а именно иметь уверенность, что:

- в составе отраженной в отчетности дебиторской задолженности отсутствуют безнадежные к взысканию долги (суммы дебиторской задолженности, по которым срок исковой давности истек, другие долги, нереальные для взыскания);
- еще существует выгода, связанная с указанными в составе отчетности расходами будущих периодов;
- если в составе финансовых вложений имеются ценные бумаги, которые котируются на бирже, то они отражены в годовой отчетности по рыночной стоимости;
- суммы кредиторской задолженности, по которым срок исковой давности истек, списаны и отнесены на финансовые результаты (внереализационные доходы);
- суммы задолженности организации по краткосрочным и долгосрочным кредитам и займам включают причитающиеся к уплате на конец отчетного периода проценты;

в рамках сравнительного подхода:

- при выборе предприятий-аналогов для обеспечения большей сопоставимости ориентироваться на предприятия, также прошедшие аудиторскую проверку;
- при выборе финансовых баз, участвующих в расчете мультипликаторов, ориентироваться на те финансовые показатели, которые подтверждены аудиторами (балансовая стоимость активов, уровень чистых активов, показатель выручки и т. д.).

Если предприятие по результатам аудиторской проверки получило модифицированное аудиторское заключение, это снижает степень доверия к его отчетности. Более того, оценщику рекомендуется изучить те обстоятельства, которые привели к модификации заключения аудитора, и обратить особое внимание именно на эти факты.

Следует отметить, что в своей текущей работе (при выполнении конкретных процедур) оценщик может пользоваться некоторыми федеральными правилами (стандартами) аудиторской деятельности (например, № 4 «Существенность в аудите», № 16 «Аудиторская выборка», № 17 «Получение аудиторских доказательств в конкретных случаях», № 18 «Получение аудитором подтверждающей информации из внешних источников», № 31 «Компиляция финансовой информации» и др.) ввиду того, что в настоящее время законодательная база аудиторской деятельности является более зрелой, а многие направления работы оценщика еще не имеют четкого разъяснения в нормативных актах.

3.4. Выбор подходов и методов в оценке бизнеса и его обоснование

Бизнес, как правило, оценивается несколькими методами различных подходов. Существующая нормативная база оценки (Закон и ФСО) требует от оценщика применения по возможности *всех* подходов к оценке или разумного и профессионального *обоснования отказа* от использования какого-либо из них. Потребность в одновременном использовании альтернативных подходов к оценке достаточно *мотивированна*, поскольку применение различных методов в оценке конкретного бизнеса позволяет рассмотреть компанию с разных позиций, проанализировать имеющуюся информацию с различных точек зрения, в свете различных концепций и в итоге получить *взвешенный, наиболее обоснованный и максимально достоверный результат*.

Кроме того, различные результаты оценки, полученные одновременным применением нескольких методов различных подходов, позволяют установить те разумные границы, в пределах которых находится оцениваемая стоимость (т. е. установить *диапазон* для данного вида стоимости).

Однако поскольку при выполнении каждого конкретного задания вряд ли оценщик будет использовать *все* методы оценки бизнеса (по разным причинам), представляется важным рассмотреть схему выбора или отказа от применения того или иного подхода или метода.

Применимость (как возможность применения) подходов и количество применяемых методов обусловлены в значительной степени *уместностью концепций*, лежащих в основе того или иного подхода, *целью оценки*¹, сформулированной

¹ Напомним, что *цель оценки* состоит в определении того или иного (установленного в задании на оценку) *вида стоимости* объекта оценки, идентифицированного в *правовом* аспекте (размер и *тип* оцениваемого пакета/доли). Поскольку *назначение (функция) оценки* диктует выбор *вида стоимости*, то соответственно и оно воздействует на решение вопроса о применимости того или иного подхода. То, какой *тип* пакета акций (доли) оценивается (*контрольный* или *неконтрольный*), также связано с выбором подходов и методов оценки.

в задании на оценку (а значит, *видом* оцениваемой стоимости и организационно-правовой формой компании), а также *типом объекта оценки и наличием и качеством информации*, требуемой для реализации алгоритмов тех методов, которые объединяет тот или иной подход.

Так, для определения *рыночной* стоимости уместны все концепции и, следовательно, все подходы, а для *ликвидационной* — бессмысленно использовать метод дисконтирования денежных потоков, метод рынка капитала или метод сделок, — уместна только затратная концепция и соответственно затратный подход и в его рамках — *только* метод ликвидационной стоимости. *Стоимости в использовании* не приемлют рыночной концепции, а значит, сравнительный подход для них неприменим. Однако если для определения *инвестиционной* стоимости используются и доходный, и затратный подходы, то для определения *потребительной* стоимости (в рамках концепции предприятия «как действующего») единственно приемлемым является доходный подход. Излишне говорить, что при определении *затрат воспроизводства/замещения* применим соответственно только затратный подход.

В целом все три подхода взаимосвязаны. Они не только не являются взаимоисключающими, но и *дополняют друг друга*. Каждый из них предполагает использование различных видов *рыночной* (внешней) и *внутренней* информации. Эти подходы имеют свои предпочтительные области применения и объединяют в себе достаточно большое количество различных методов, из многообразия которых оценщик выбирает наиболее подходящие для конкретного оцениваемого объекта и для данной цели оценки, поскольку было бы странным (и методологически вряд ли оправданным) пытаться использовать *все* возможные методы для оценки одного объекта.

Доходный подход, как правило, является *наиболее приемлемым для оценки бизнеса*, однако в ряде случаев (для некоторых видов объектов, для определенных целей оценки) затратный или сравнительный подход может оказаться более точным и эффективным. При его применении для определения стоимости оцениваемого предприятия используются коэффициенты капитализации, рассчитываемые по данным рынка, или ставки дисконта.

Сравнительный подход особенно *эффективен в случае существования активного рынка сопоставимых объектов* собственности. Точность оценки по СП зависит от качества собранных данных, достоверности информации о недавних продажах сопоставимых объектов. Объекты сравнения обычно выбираются из среды *конкурирующих* с объектом оценки бизнесов. Соответствующие *корректировки* данных на существующие различия проводятся *по принципу вклада*. Если сделок было мало и моменты их совершения и дату оценки разделяет продолжительный период или рынок находится в аномальном состоянии (быстрые изменения на рынке приводят к искажению показателей), действенность (эффективность применения) сравнительного подхода снижается.

Затратный подход по-прежнему *широко применим в России* ввиду ограниченной возможности применения сравнительного подхода (отсутствие открытого рынка малых и средних предприятий, непрозрачность информационного поля), нередко официальной убыточности бизнеса, недостаточной развитости и активности фондового рынка, низкого доходоприносящего потенциала действующих

предприятий, что часто делает затруднительным использование в российских условиях и доходного подхода.

Следующим важным фактором при выборе *методов* оценки в рамках конкретного подхода является наличие или отсутствие *достаточного количества достоверных данных*, необходимых для применения различных методов. Для этого необходим в первую очередь **анализ отрасли**. При наличии соответствующей информации внимание следует уделить следующим моментам:

- воздействию на отрасль макроэкономических факторов;
- темпам ее роста и перспектив развития;
- уровню конкуренции на дату оценки и прогноз ее динамики;
- наличие проблем с входением в отрасль;
- уровню финансового риска среди компаний отрасли;
- среднеотраслевой рентабельности в прошлом и ожидаемой (валовой доход и структура затрат);
- продолжительности цикла развития отрасли и его этап на дату оценки;
- проблемам с прогнозированием будущих доходов и пр.

Анализ отрасли может дать оценщику только ориентир при выборе методов, окончательное решение о выборе или отказе от применения конкретного метода в большей степени зависит от результатов **анализа характеристик оцениваемой компании**, к которым относятся:

- организационно-правовая форма предприятия;
- вид деятельности (производство товаров, сфера услуг, строительство и пр.);
- наличие конкурентных преимуществ в отрасли;
- показатели финансового состояния;
- использование заемных средств;
- размер прибыли и темпы роста доходов в прошлом;
- качество управления;
- зависимость от ключевых управляющих, покупателей или поставщиков;
- случаи судебных разбирательств и пр.

Обычно при оценке стоимости компании (бизнеса) в зависимости от целей оценки, вида оцениваемой стоимости, условий задания на оценку, типа объекта и состояния его и экономической среды используют сочетание двух-трех методов, *наиболее подходящих* для данной конкретной ситуации. Действительно, некоторые методы оказываются предпочтительнее и рекомендуются к применению для оценки определенных видов стоимости предприятия, обусловленных конкретными целями проводимой оценки. Так, например, при оценке предприятия, приносящего стабильный доход, рекомендуется использовать *метод капитализации дохода*, а холдинговая компания в сфере недвижимости должна оцениваться в первую очередь *методом чистых активов*. *Метод дисконтирования денежных потоков, метод чистых активов, рынка капитала и метод сделок* ориентированы на оценку благополучно функционирующей компании, которая, как предполагается, и дальше будет нормально функционировать. *Метод ликвидационной стоимости* применим для случая, когда инвестор намеревается закрыть компанию

либо существенно сократить объем выпуска ее продукции. *Метод капитализации* разумно применять к тем компаниям, которые успели накопить активы в своей предыстории; этот метод наиболее адекватен при оценке «зрелых» по своему возрасту компаний со стабильным доходом.

Проводя выбор необходимых методов для оценки стоимости компании, необходимо представлять особенности, которые несет в себе каждый метод. Выбор метода — не волюнтаристский шаг, а следствие анализа цели и функции оценки, используемого вида стоимости, учета юридических особенностей оцениваемого пакета прав, условий в отрасли, отражения типа и размера оцениваемого предприятия.

Дальнейший выбор методов зависит от **размеров компаний**. *Предприятия малого бизнеса*, в которых велика степень личного участия владельца, оцениваются исходя из стоимости материальных активов с учетом надбавки за репутацию компании. *Предприятия среднего бизнеса*, расширенные до такой степени, что владелец уже не может сам контролировать весь процесс полностью, стремятся максимизировать свои доходы, а заодно добиться финансовой устойчивости. Их необходимо оценивать с применением *всех методов*, позволяющих определить рыночную стоимость.

При оценке стоимости бизнеса необходимо учесть **степень его открытости**. У компаний «закрытого» типа следует учесть риск недостаточной ликвидности (применить скидку на недостаток ликвидности).

Таким образом, оценщик должен *по возможности* использовать все три подхода к определению стоимости, имеющиеся в его распоряжении. Умение их использовать и понимание их особенностей помогут ему быть более объективным и укрепят доверие клиента к полученному результату.

«В действительности ни один из подходов не является лучше или хуже другого; *только конкретные факты и обстоятельства оценочного задания делают один из методов более подходящим для применения, чем другие*. Более того, именно способность проанализировать эти факты и обстоятельства и выработать обоснованное суждение относительно *применимости* каждого из подходов к определению стоимости является ключом к тому, чтобы стать хорошим оценщиком»¹ (курсив автора).

Окончательный выбор необходимых подходов и методов верифицируется с позиций здравого смысла. Основным мотивом для отказа от использования того или иного подхода или метода может служить отсутствие (невыполнение) какого-либо из *условий применимости* этого подхода или метода.

3.5. Согласование результатов оценки

После того как оценщик выбрал различные методы нескольких классических подходов и применил их в оценке стоимости бизнеса, возникает необходимость проанализировать и согласовать результаты, полученные при их применении. Таким образом, для получения окончательного заключения встает вопрос о выведении итогового значения рыночной стоимости бизнеса (или диапазона ее значений).

¹ Оценивая машины и оборудование / Под ред. Дж. Алико (гл. 8 «Концепция обоснованной рыночной стоимости»). С. 36.

Завершающим этапом оценки является согласование результатов, полученных различными методами примененных подходов. Эта часть отчета так и называется: **согласование**. В ней оценщик в повествовательной форме излагает окончательное заключение об оценочной стоимости, которая была определена в задании на оценку.

Существенные факты, которые рассматривались и анализировались в отчете, должны быть кратко изложены в данном разделе. Здесь оценщик должен взвесить *приемлемость концепции стоимости* (или нескольких концепций), т. е. насколько она подходит для оцениваемого объекта. Ключ к получению компетентного итогового результата — всестороннее повторное рассмотрение, подвергающее сомнению базовые предпосылки, методы, информацию и расчеты каждой примененной процедуры. При проведении согласования оценщик еще раз проверяет, были ли используемые рыночные данные подтверждены в отчете ссылками на источники информации.

Окончательная оценочная стоимость никогда не является результатом простого усреднения, т. е. она не может быть получена путем суммирования всех оценочных стоимостей, полученных с применением различных подходов к оценке, а затем делением этой суммы на количество использованных подходов. Усреднение результатов различных методов не гарантирует правильного заключения об оценке, так как в этом случае предполагается, что при выполнении оценки *каждый подход дал одинаково надежный результат*, что на практике встречается крайне редко. Она является скорее результатом *профессионального суждения оценщика* об окончательной величине оценочной стоимости, которое он считает логичным и обоснованным и которое основывается на применении различных оценочных концепций. Самым предпочтительным вариантом проведения *процедуры согласования* полученных результатов в целях получения *итогового значения стоимости* оцениваемого предприятия в соответствии с поставленной перед оценщиком задачей считается **средневзвешенное усреднение**.

На идеальном (открытом и конкурентном) рынке все три классических подхода должны привести к одной и той же величине стоимости. Однако большинство рынков являются несовершенными, предложение и спрос не находятся в равновесии. Потенциальные пользователи могут быть неправильно проинформированы, производители могут быть неэффективны. По этим и другим причинам данные подходы могут давать различные показатели стоимости, которые оценщик сопоставляет между собой, проводя процедуру согласования.

Для определения удельного веса (в процентах или долях единицы) для каждого результата применения метода каждого оценочного подхода необходимо проведение количественного и качественного анализа, учитывающего следующие факторы:

- *цель оценки и предположительное использование ее результатов;*
- *применяемый вид (стандарт) стоимости* (например, обоснованная рыночная стоимость или инвестиционная стоимость);
- *характер оцениваемой доли собственности* (например, если оценивается миноритарный пакет акций компании, то будет неуместно придавать большой вес имущественному подходу);
- *количество и качество данных, подкрепляющих данный метод;*
- *характер бизнеса и его активов;*

- *уровень контроля рассматриваемой доли собственности;*
- *уровень ее ликвидности.*

Учет всех этих факторов дает возможность произвести взвешивание и в конечном итоге вывести итоговое заключение.

Хочется еще раз подчеркнуть, что стоимость бизнеса, указанная как итог в отчете, — *это мнение независимого оценщика*, и не более того. Покупатель имеет полное право с этим мнением не согласиться и в процессе переговоров предложить свою цену. Таким образом, цена сделки может достаточно серьезно отличаться от стоимости, которую определил оценщик в отчете. Причин этому может быть много — например, цена может зависеть от целей, стоящих перед покупателем, его субъективных мотиваций, особенностей проведенной сделки.

На Западе, как правило, оценочная стоимость компании незначительно отличается от цены заключаемой сделки. В российской действительности это расхождение часто составляет более 30%. Тем не менее грамотное и подтвержденное расчетами заключение оценщика, имеющего хорошую репутацию, может стать дополнительным аргументом при переговорах с потенциальным покупателем.

Итак, целью согласования результатов является определение стоимости оцениваемого объекта собственности и прав собственности на него на дату оценки посредством *анализа особенностей подходов и методов*, которыми производились расчеты. *Согласование результатов оценки* рыночной стоимости бизнеса, полученных с применением различных подходов, может быть выполнено как традиционным путем с применением *экспертного метода*, так и рассмотрением этой процедуры как многокритериальной задачи принятия решения с применением *метода анализа иерархий*.

3.6. Требования к отчету об оценке

Отчет по оценке стоимости бизнеса подготавливается в письменной форме. Обычно используются одновременно две формы — полный отчет и заключение.

К отчету по оценке стоимости бизнеса предъявляются следующие основные требования.

1. Изложение всех логических построений и выводов из них должно быть ясным и четким.
2. Все факты отчета должны быть документально подтверждены.
3. Отчет должен содержать цель и функцию оценки, четкое описание оцениваемого объекта, определение вида оцениваемой стоимости, расчет издержек, прогноз будущих чистых доходов предприятия, документальное подтверждение используемых фактов, выводы.
4. Эксперт-оценщик должен представить обоснование используемых им методов оценки.
5. В приложении к отчету лица, принимавшие участие в оценке, подтверждают, что они не имеют какого-либо интереса в оцениваемом объекте собственности и не заинтересованы лично в результате оценки.
6. Отчет должен быть оформлен по стандартной форме и подписан всеми лицами, принимавшими участие в оценке.

7. Отчет должен содержать копии документов об образовании оценщика, копию лицензии на осуществление оценочной деятельности, копию страхового полиса о страховке гражданской ответственности оценщика.

Форма, размеры и содержание отчета могут значительно различаться в зависимости от характера оцениваемого объекта, поставленных целей и функций оценки. Если отчет предназначен для внешнего пользователя, необходимо детальное описание предприятия, но это не обязательно, если отчет подготовлен для внутреннего пользования.

Основные разделы отчета следующие.

1. Введение.
2. Описание макроэкономических параметров.
3. Характеристика отрасли.
4. Описание предприятия, его финансовое и технико-экономическое состояние.
5. Исследование данных по сопоставимым предприятиям.
6. Выбор и применение методов оценки.
7. Заключение по оценке.
8. Приложение.

Введение должно содержать:

- задание на оценку;
- краткое описание предприятия (в том числе его организационно-правовую форму и права на имущество предприятия);
- характеристику капитала;
- общее описание стандарта оценки, который используется в данном конкретном случае;
- характеристику источников информации;
- обоснование выбранных методов оценки;
- выводы о величине стоимости оцениваемого предприятия.

Описание макроэкономических параметров (или общеэкономический раздел).

В данном разделе описываются макроэкономические параметры, выявляются основные макроэкономические факторы (на национальном и региональном уровнях), влияющие на результаты функционирования предприятия, их тенденции и воздействие на перспективы бизнеса. Если отчет строится на ретроспективной и прогнозной информации, то должен быть включен анализ макроэкономической ситуации за прошлый и будущий периоды.

Характеристика отрасли. Этот раздел должен познакомить потребителя отчета с особенностями отрасли, ее положением в настоящее время и в будущем. Особое внимание уделяется характеристике рынков сбыта и факторам, влияющим на спрос. В разделе также приводится информация о конкуренции в отрасли и положении оцениваемого предприятия по сравнению с положением ведущих конкурентов. Если оцениваемое предприятие выпускает продукцию (оказывает услуги) в нескольких отраслях, должно быть проанализировано состояние каждой из этих отраслей.

Главная цель раздела, *посвященного характеристике предприятия*, — выявление его особенностей и их влияния на рыночную стоимость.

Основные вопросы, рассматриваемые в разделе: предыстория предприятия, перечень выпускаемых товаров и услуг, условия сбыта, наличие поставщиков, персонала, менеджмент, прошлые сделки с акциями предприятия. Полезно отразить, какое имущество находится в собственности предприятия, а какое арендуется и на каких условиях.

Также в данном разделе раскрывается группа вопросов, касающихся текущей деятельности предприятия: вид производимой продукции (оказываемых услуг); ведущие виды продукции или услуг, их процентное соотношение; рынки сбыта и место предприятия на них; система снабжения и основные поставщики; характеристика управления предприятием; основные проблемы, с которыми может столкнуться предприятие в будущем.

Особое внимание уделяется анализу финансового состояния предприятия и прогнозированию его будущих чистых доходов. При анализе финансового состояния предприятия и прогнозирования его изменения рассчитывается несколько групп финансовых показателей: ликвидность, структура капитала, оборачиваемость и рентабельность. Очень важно в отчете прокомментировать, как влияет уровень тех или иных финансовых показателей оцениваемого предприятия на величину его рыночной стоимости.

Раздел *исследование данных по сопоставимым предприятиям* посвящен анализу критериев, по которым производился отбор предприятий для сравнения; перечисляются источники информации; дается краткое описание предприятий, выбранных для сравнения, их финансово-экономический анализ.

В разделе *выбор и применение методов оценки* дается обоснованный выбор тех или иных методов оценки; приводятся собственно расчеты; описываются результаты оценки, полученные с использованием выбранных методов. При этом обосновывается не только выбранный метод оценки, но и выбор той или иной величины мультипликатора, внесение поправок на контрольный или неконтрольный характер пакетов акций, поправок на ликвидность.

Завершается данный раздел заключением о величине стоимости оцениваемого предприятия. Как правило, здесь показатели стоимости, полученные с помощью различных подходов, сводятся в табличную форму, им придаются определенные веса и определяется итоговая величина стоимости предприятия.

В *заключении* приводится краткое описание отчета об оценке и результаты оценки предприятия.

Отчет об оценке, кроме основной части, имеет *приложения*. В них, в частности, приводятся заявление об отсутствии личной заинтересованности оценщика, допущения и оговорки; копии документов, характеризующих академическое образование и профессиональную подготовку оценщиков, участвующих в написании отчета; табличная информация, обосновывающая использование в отчете тех или иных величин.

3.7. Экспертиза отчетов об оценке

В течение последнего года шла интенсивная разработка регламентов и нормативов ведения экспертной деятельности в сфере оценки, формирование процедур и методов экспертизы, служащей инструментом контроля для саморегулируемых

организаций оценщиков (СРО). В их обязанности входит осуществление контроля за качеством проведения оценочных работ их членами (по закону о СРО).

Кроме элиты профессионалов-оценщиков в этой работе принимал участие и ряд госструктур (в частности, ФАУФИ¹), а также представители крупнейших потребителей оценочных услуг на рынках России. Минэкономразвития РФ разработано Положение о порядке проведения экспертизы отчетов об оценке объектов оценки. Оно содержит следующие разделы.

1. Общие положения.
2. Основные понятия и определения.
3. Область применения.
4. Требования к организациям, осуществляющим экспертизу отчетов об оценке.
5. Порядок проведения экспертизы отчетов об оценке.
6. Методология проведения экспертизы.

Согласно данному Положению:

«2.1. *Экспертиза отчета об оценке* — это совокупность мероприятий по проверке соблюдения оценщиком при проведении оценки объекта оценки требований законодательства Российской Федерации об оценочной деятельности и условий договора об оценке, а также достаточности и достоверности используемой информации, обоснованности сделанных оценщиком допущений, использования или отказа от использования подходов к оценке, полноты и последовательности процедур оценки.

2.2. *Экспертное заключение* — документ, содержащий результаты экспертизы отчета об оценке, с комментариями относительно содержания отчета и его качества на основе проведенных исследований и оценкой достоверности итоговых результатов.

2.3. *Эксперт* — лицо, удовлетворяющее требованиям настоящего Положения, проводящее экспертизу отчета об оценке.

2.4. *Заказчик экспертизы* — лицо, являющееся заказчиком экспертируемого отчета об оценке по договору на проведение оценки, либо другое заинтересованное лицо».

Экспертиза отчета об оценке — это совокупность мероприятий по проверке соблюдения оценщиком при проведении оценки требований законодательства РФ.

Оценщику-эксперту направляется отчет, содержащий полный комплект приложений и иллюстративных материалов, и, используя информацию, содержащуюся в отчете об оценке, он должен аргументированно ответить на вопрос о том, соответствует ли отчет об оценке, выполненный оценщиком:

- требованиям Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ, а также требованиям других законов и нормативных актов, регламентирующих деятельность по оценке;
- Федеральным стандартам оценки, принятым в срок до даты проводимой оценки²;

¹ Федеральное агентство по управлению федеральным имуществом.

² Идет работа по подготовке *системы* стандартов, которые принимаются последовательно, по мере готовности.

- иным стандартам профессиональной практики (Международным стандартам оценки, стандартам СРО, членом которой является оценщик, и др.), которые были использованы оценщиком при проведении работы.

При проведении экспертизы сопоставляются следующие данные отчета об оценке и *требования договора об оценке*:

- основание заключения договора;
- вид объекта оценки;
- вид определяемой стоимости;
- денежное вознаграждение;
- сведения о страховании гражданской ответственности;
- точное указание на объект оценки и описание объекта.

При этом делается вывод, насколько соответствует отчет об оценке требованиям договора об оценке.

Проверка *достаточности* информации (проводящаяся в соответствии с ФСО-1) может осуществляться, например, следующими способами:

- путем анализа общедоступных источников, содержащих в себе дополнительную информацию о характеристиках, использованных при оценке объекта недвижимости;
- путем проведения самостоятельного исследования с целью уточнения и (или) дополнения характеристик, использованных при оценке того или иного вида стоимости объекта оценки.

Проверяется, указаны ли в отчете дата (окончания) составления отчета и его порядковый номер; период проведения работ по оценке; дата оценки, основание для проведения оценщиком оценки объекта оценки; цель и назначение оценки; используемые стандарты оценки и вид оцениваемой стоимости, юридический адрес оценщика и заказчика, точное описание объекта оценки, а в отношении объекта оценки, принадлежащего юридическому лицу, реквизиты юридического лица и балансовая стоимость объекта оценки; последовательность определения стоимости объекта оценки и ее итоговая величина; обоснование их использования при проведении оценки данного объекта оценки; перечень использованных при проведении оценки объекта оценки данных с указанием источников их получения; перечень документов, используемых оценщиком и устанавливающих количественные и качественные характеристики объекта оценки; принятые при проведении оценки объекта оценки допущения, а также указан ли период времени, в течение которого использованная в отчете информация являлась актуальной и значимой.

В отчете должна быть представлена информация для *точной и полной идентификации* объекта недвижимости на основе следующих документов и данных:

- правоустанавливающие документы;
- документы, содержащие сведения о наличии обременений, установленных в отношении объекта оценки;
- документы БТИ;
- кадастровый план земельного участка.

При проверке *достаточности* используемой в отчете об оценке информации делается вывод о том, насколько полно отражена информация, необходимая для

проведения оценки. При отсутствии в отчете необходимой информации эксперт определяет, возможно ли в данном случае проведение оценки и насколько это повлияет на результаты оценки.

При проведении анализа соответствия выполненных оценщиком процедур оценки требованиям действующего законодательства и других нормативных документов по оценке оценщик-эксперт обязан провести проверку следующих основных положений, в том числе *охарактеризовать*:

- достаточность описания существующих и оцениваемых прав на объект оценки (принадлежность и состав прав, обременения, ограничения, сервитуты, интересы третьих лиц);
- соответствие отчета и вида оцениваемой стоимости договору на проведение оценки;
- наличие краткого социально-экономического анализа региона (отрасли) с характеристикой состояния рынка и выводами;
- обоснованность примененных оценщиком стандартов для определения соответствующего вида стоимости объекта оценки;
- перечень данных, использованных при проведении оценки (правовая, рыночная, финансовая, техническая и другая информация), со ссылкой на источники их получения, а также принятые при проведении оценки допущения;
- наличие и полноту разъяснений специальных терминов, развернутых обоснований суждений оценщика;
- наличие и полноту необходимых документов и материалов, содержащихся в приложениях к отчету;
- структуру отчета и качество его оформления.

Проверка достоверности информации (см. ФСО-1), используемой в отчете, ее соответствия действительности может осуществляться, например, следующими способами:

- проверкой источников информации, на которые сделаны ссылки в отчете;
- анализом общедоступных альтернативных источников;
- проведением самостоятельного исследования в целях установления характеристик, использованных при оценке объекта недвижимости.

Внутренняя информация, предоставленная заказчиком (справки, таблицы, бухгалтерские формы и т. д.), должна быть надлежащим образом подписана и заверена печатью заказчика.

Внешняя информация, используемая для характеристики условий функционирования объекта недвижимости в регионе, отрасли и экономике в целом, может считаться достоверной при правильном указании источников данной информации, достаточных для их точной идентификации:

- названия печатных (электронных) изданий;
- даты выхода;
- другая информация, которая может идентифицировать источник.

При проверке достоверности данных, полученных из сети Internet, следует учесть, что указания только ссылки на данные недостаточно, необходимо указать даты получения информации.

В тексте отчета должны присутствовать *ссылки на источники данных, используемых в расчетах*, в случае, если источник информации невозможно определить или отсутствует четкая ссылка на него, результаты, полученные с использованием этих данных, нельзя считать достоверными.

В итоге делается вывод о том, насколько информация, использованная в отчете для проведения расчетов, обоснования выводов и других целей, является *достоверной и актуальной*, и о возможности ее применения в отчете.

В соответствии с Законом об оценке и стандартами оценки в отчете должны быть применены затратный, сравнительный и доходный подходы. При экспертизе анализируется правильность применения подходов к оценке, а также правильность выбора и применения методов оценки в рамках каждого из подходов, обоснования их использования (отказа от использования). Оценщик-эксперт проверяет *обоснованность* сделанных допущений и сам обосновывает причины любых несогласий с ними. Он также проверяет соответствие используемых в расчетах данных исходным и другим данным, приведенным в различных частях отчета об оценке или приложениях к нему. При использовании оценщиком *нестандартных методов* оценки оцениваются необходимость и обоснованность их применения в отчете.

Под *обоснованностью* понимается аргументированность суждений оценщика в отношении характеристик, используемых для определения соответствующего вида стоимости объекта оценки, а также подтвержденность данных характеристик:

- анализом рынка, к которому относится данный объект недвижимости;
- необходимыми расчетами;
- количественными и качественными характеристиками объекта оценки;
- другой достоверной и достаточной информацией.

В случае *отказа от использования какого-либо из подходов к оценке* проверяется аргументированность суждений оценщика, повлекших за собой отказ от использования этого подхода, а также подтвержденность данного отказа анализом рынка, к которому относится объект оценки; необходимыми расчетами; количественными и качественными характеристиками объекта оценки и другой достоверной и достаточной информацией.

Особое внимание при экспертизе *согласования* уделяется процедуре взвешивания, и особенно обоснованию весов.

При проверке обоснованности сделанных в отчете об оценке *допущений* проверяется аргументированность допущений, используемых для определения оцениваемого вида стоимости объекта оценки, их подтвержденность анализом рынка, к которому относится объект оценки, необходимыми расчетами, количественными и качественными характеристиками объекта оценки и другой достоверной и достаточной информацией.

Проверяющий не должен принимать во внимание никакую дополнительную информацию, появившуюся между датой завершения составления отчета об оценке и датой экспертизы. В своем экспертном заключении он обязан отметить не только негативные стороны отчета об оценке, но и положительные.

Контрольные вопросы

1. В чем состоит содержание процесса оценки бизнеса?
2. Каковы обязательные разделы отчета по оценке предприятия?
3. Охарактеризуйте главные этапы оценки стоимости бизнеса.
4. Что относится к внешней и внутренней информации, используемой в оценке?
5. Как оценщик учитывает в своей деятельности аудиторское заключение?
6. Почему финансовый анализ предприятия является необходимым элементом оценки?
7. В чем состоит специфика финансового анализа российских предприятий?
8. Какие показатели определяют финансовые результаты работы предприятия?
9. Чем объясняется необходимость инфляционной корректировки отчетности в процессе оценки?
10. Какое соотношение определяет устойчивость финансового состояния предприятия?
11. Перечислите коэффициенты, определяющие финансовое состояние предприятия.
12. Перечислите факторы, влияющие на выбор подходов и методов оценки.
13. Какими методами осуществляется согласование результатов оценки?
14. Какие требования предъявляются к отчету об оценке?
15. Что представляет собой экспертиза отчета об оценке?

Глава 4

Основы теории стоимости денег во времени

В главе рассмотрены основные понятия стоимости денег во времени, в том числе понятие сложного процента и шесть его функций.

4.1. Основные понятия

Вся методология оценки бизнеса построена на аксиоме «деньги завтра не есть деньги сегодня».

Понятие *стоимости денег во времени* базируется на понятии сложного процента.

Сложный (кумулятивный) процент означает, что полученный доход, не изъятый, а положенный на депозит вместе с первоначальными инвестициями, становится частью основной суммы. В следующий период наряду с первоначальной суммой он уже сам приносит новый процент.

Пример 1. Вы положили \$100 в банк на год под 12% годовых. Через год вы можете получить $100 \times (1 + 0,12) = \112 . Однако оставив все деньги на счете, через 2 года при условии начисления сложного процента вы получите:

$$112 \times (1 + 0,12) = \$125,44, \text{ что также равно } 100 \times (1 + 0,12)^2.$$

Процесс начисления сложного процента обеспечивает доход в i процентов на единицу вложенных средств, и сегодня вложенная сумма в \$1 млн через 3 года принесет

$$\$1 \times (1 + i)^3 \text{ млн.}$$

В расчетах следует использовать процентную ставку, учитывающую альтернативные затраты. Такая ставка должна, как правило, отражать влияние следующих факторов:

- 1) степень риска и вид конкретного денежного потока платежей;
- 2) периодичность денежных платежей.

Для облегчения расчетов по формированию и оценке денежных потоков с заданными характеристиками (время и период поступления доходов от вложений денежных средств, ставка процента) существуют таблицы, содержащие *факторы сложного процента*, которые отражают изменение стоимости одной денежной единицы во времени. В заголовках таких таблиц *по колонкам* указываются *стандартные функции сложного процента*.

При сложном проценте каждое последующее начисление ставки осуществляется от накопленной в предшествующий период суммы. Простой процент не предполагает данной процедуры — доход приносит только первоначально вложенная сумма (рис. 4.1).

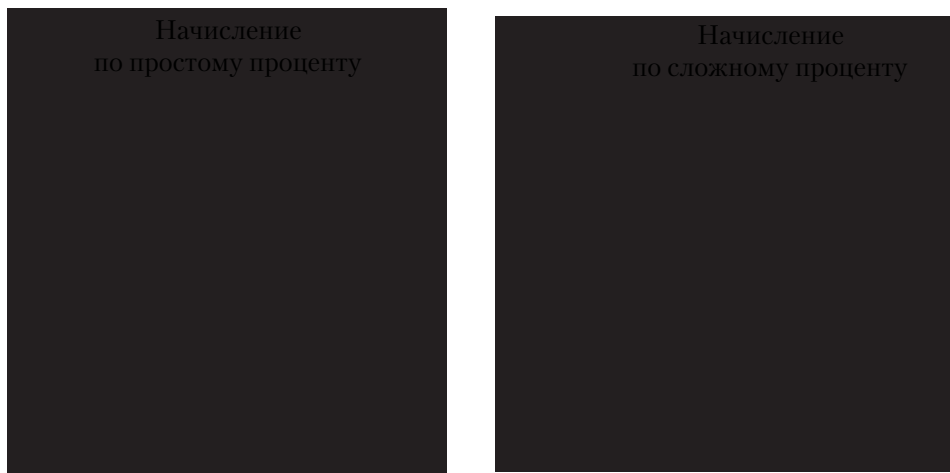


Рис. 4.1. Разница начисления ставки по простому и сложному процентам:
 n — число лет; i — ставка процента; FV (от англ. *future value*) — будущая стоимость;
 PV (от англ. *present value*) — текущая стоимость

4.2. Накопленная сумма денежной единицы (будущая стоимость единицы)

Данная функция используется в том случае, если известна текущая (сегодняшняя) стоимость денег и требуется определить ее накопленную сумму (будущую стоимость) на конец определенного периода при заданной ставке дохода на капитал.

При начислении процентов один раз в год будущая стоимость единицы определяется по формуле

$$FV = PV(1 + i)^n \text{ (таблицы годового начисления).}$$

При более частом, чем один раз в год, начислении процентов:

$$FV = PV \left(1 + \frac{i}{k} \right)^{nk}$$

(таблицы полугодового, квартального, ежемесячного начисления).

При оперативном применении доходного метода в процессе оценки может оказаться весьма полезным «правило 72-х». В основу его положены логарифмы и используется число 72 для примерного расчета количества лет, необходимых для увеличения денежной суммы в 2 раза, притом, что весь процент остается на депозите (правило применимо для ставок дохода на капитал в интервале 3–18%).

Пример 2. Определить, какая сумма будет накоплена на счете к концу второго года, если сегодня положить на счет, приносящий 14% годовых, \$1000.

Вариант А. Начисление процента осуществляется в конце каждого года:

$$PV = \$1000; i = 14\%; n = 2. FV = 1000 \times 1,2996 = \$1299,6.$$

Вариант Б. Начисление процента осуществляется в конце каждого месяца:

$$PV = \$1000; i = 14\%; n = 2; k = 12. FV = 1000 \times 1,3209871 = \$1320,99.$$

Вариант В. Начисление процента осуществляется в конце каждого квартала:

$$PV = \$1000; i = 14\%; n = 2; k = 4. FV = 1000 \times 1,316809 = \$1316,8.$$

4.3. Текущая стоимость единицы (реверсия)

Текущая стоимость единицы — это величина, обратная накопленной сумме единицы, т. е. текущая стоимость единицы, которая должна быть получена в будущем.

При начислении процентов один раз в год:

$$PV = FV \frac{1}{(1+i)^n}.$$

При более частом, чем один раз в год, начислении процентов:

$$PV = FV \frac{1}{(1+i/k)^{nk}}$$

Эта функция обратна функции накопленной суммы денежной единицы.

Смысл задач такого класса состоит в том, чтобы при заданной ставке дисконта дать оценку текущей стоимости тех денег, которые могут быть получены (заплачены) в конце определенного периода.

Пример 3. Определить текущую стоимость \$1000, которые будут получены в конце года при 10%-ной ставке дисконта.

Вариант А. Начисление процента осуществляется в конце года:

$$FV = \$1000; i = 10\%; n = 1. PV = 1000 \times 0,909091 = \$909,09.$$

Вариант Б. Начисление процента осуществляется в конце каждого месяца:

$$FV = \$1000; n = 1; k = 12; i = 10\%. PV = 1000 \times 0,905212 = \$905,21.$$

4.4. Текущая стоимость аннуитета

Аннуитет — серия равновеликих платежей, отстоящих друг от друга на один равновеликий промежуток времени.

Различают обычный аннуитет, когда платежи осуществляются в конце каждого периода, и авансовый аннуитет, когда платеж производится в начале каждого периода.

При платежах (поступлениях) в конце каждого года:

$$PV = PMT \frac{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}{i},$$

где PMT – равновеликие периодические платежи (поступления).

При более частых, чем один раз в год, платежах (поступлениях):

$$PV = PMT \frac{1 - \frac{1}{(1+i/k)^{nk}}}{i/k}.$$

Расчет текущей стоимости авансового аннуитета при платежах в начале каждого года:

$$PV = PMT \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+i)^{n-1}}}{i} + 1 \right].$$

При более частых, чем один раз в год, платежах текущая стоимость авансового аннуитета рассчитывается по формуле:

$$PV = PMT \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+i/k)^{nk-1}}}{i/k} + 1 \right].$$

Пример 4. Договор аренды офиса составлен на 1 год. Определить текущую стоимость арендных платежей при 11%-ной ставке дисконтирования.

Вариант А. Арендная плата в размере \$6000 выплачивается в конце года:

$$PMT = \$6000; i = 11\%; n = 1. PV = 6000 \times 0,9009 = \$5405,4.$$

Вариант Б. Арендная плата в размере \$500 выплачивается в конце каждого месяца:

$$PMT = \$500; i = 11\%; n = 1; k = 12. PV = 500 \times 11,314565 = \$5657,28.$$

Определение текущей стоимости предприятия методом дисконтирования будущих доходов предполагает использование двух факторов текущей стоимости единицы и текущей стоимости аннуитета.

Доход состоит из двух составных частей: потока доходов и единовременной суммы от перепродажи предприятия.

Пример 5. В течение восьми лет недвижимость будет приносить доход в размере \$20 000. Ставка доходности 14% годовых. В конце восьмого года предприятие будет продано за \$110 000. Определить текущую стоимость предприятия.

Текущая стоимость платежей $PMT = 20\,000 \times 4,63886 = \$92\,777,28$.

Текущая стоимость реверсии составит: $110\,000 \times 0,350559 = \$38\,561,49$.

Текущая стоимость предприятия равна: $92\,777,28 + 38\,561,49 = \$131\,338,77$.

4.5. Накопление денежной единицы за период

На основе использования данной функции определяется будущая стоимость серии равновеликих периодических платежей (поступлений).

Аналогично условиям, рассмотренным в предыдущей функции, платежи могут осуществляться как в конце, так и в начале каждого временного периода.

Будущая стоимость обычного аннуитета при платежах, осуществляемых один раз в конце года:

$$FV = PMT \frac{(1+i)^n - 1}{i}.$$

При платежах, осуществляемых чаще, чем один раз в год:

$$FV = PMT \frac{(1+i/k)^{nk} - 1}{i/k}.$$

Будущая стоимость авансового аннуитета при платежах, осуществляемых один раз в начале года:

$$FV = PMT \left[\frac{(1+i)^{n+1} - 1}{i} - 1 \right].$$

При авансовых платежах, осуществляемых чаще, чем один раз в год:

$$FV = PMT \left[\frac{(1+i/k)^{nk+1} - 1}{i/k} - 1 \right].$$

4.6. Взнос на амортизацию единицы

Амортизацией в теории финансов называется процесс погашения долга в течение определенного периода времени. Взнос на амортизацию денежной единицы показывает, каким будет обязательный регулярный периодический платеж по кредиту, позволяющий погасить кредит в течение установленного срока. Эта величина определяется как обратная текущей стоимости аннуитета.

Каждый равновеликий взнос на амортизацию единицы включает: процент — *доход на инвестиции* и выплату части первоначальной основной суммы кредита — *возврат инвестиций*. Соотношение этих двух составляющих меняется с каждым платежом.

Взнос на амортизацию денежной единицы определяют как отношение одного платежа к первоначальной основной сумме кредита:

$$\frac{1}{PV} = \frac{i}{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}.$$

Эта формула использована при построении предварительно рассчитанных таблиц.

Расчет обычного взноса на амортизацию денежной единицы для n -го периода можно сделать по формуле:

$$PMT = PV \frac{i}{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}$$

Пример 6 Какими должны быть ежемесячные выплаты по самоамортизирующемуся кредиту в 200 000 руб., предоставленному на 25 лет при номинальной годовой ставке 12%?

$$PMT = 200\,000 \times 0,015322 \text{ (колонка 6; } n = 25; i = 12\%) = \mathbf{3064,4 \text{ руб.}}$$

4.7. Фактор фонда возмещения

Фактор фонда возмещения показывает денежную сумму, которую необходимо вносить в конце каждого периода для того, чтобы через заданное число периодов остаток составил 1 ден. ед. Эта величина, обратная фактору накопления единицы за период и учитывающая только возврат инвестированных средств.

При расчете фактора фонда возмещения используют формулу:

$$\frac{1}{FV} = \frac{i}{(1+i)^n - 1}$$

Полученные факторы размещаются в колонке 3 предварительно рассчитанных таблиц.

Математически запись соответствует формуле:

$$PMT = FV \frac{i}{(1+i)^n - 1}$$

Пример 7. В течение пяти лет требуется накопить 15 000 руб., депонируя ежемесячно равные денежные суммы. Ставка по вкладу составит 11%, процент будет начисляться каждый месяц. Определить величину месячного депозита.

$$PMT = 15\,000 \times 0,0125758 \text{ (фактор колонки 3; } i = 11\%; n = 5) = \mathbf{188,64 \text{ руб.}}$$

Если депонирование денежных сумм производится в начале периода, то следует воспользоваться формулой фактора фонда авансового возмещения.

В оценке недвижимости эта функция используется:

- для накопления суммы средств для погашения долга в будущем;
- при формировании так называемого *резерва на замещение* короткоживущих элементов объекта недвижимости.

Рассмотренные функции сложного процента используются в инвестиционных расчетах, в частности в рамках ипотечно-инвестиционного анализа, представляющего собой вариант доходного подхода при наличии заемного капитала.

Контрольные вопросы

1. Что означает понятие «сложный (кумулятивный) процент»?
2. В каком случае используется функция будущей стоимости денежной единицы?
3. Сформулируйте «правило 72-х». Каковы условия его применения?
4. Что такое реверсия?
5. Дайте определение аннуитета.
6. Чем отличается обычный аннуитет от авансового?
7. Что в теории финансов называют амортизацией?

Тесты

1. Какая функция может быть применена при вычислениях накопленной суммы амортизационных отчислений:
 - а) накопленная сумма единицы;
 - б) накопление единицы за период;
 - в) фактор фонда возмещения;
 - г) текущая стоимость единицы реверсии;
 - д) текущая стоимость обычного аннуитета;
 - е) взнос на амортизацию единицы?
2. Фактор фонда возмещения показывает:
 - а) какими должны быть равновеликие периодические платежи при выбранной ставке процента для того, чтобы по окончании всего срока кредит был полностью погашен;
 - б) какими должны быть равновеликие периодические платежи при выбранной ставке процента для того, чтобы по окончании всего срока на счете аккумулировался \$1.
3. Текущая стоимость авансового аннуитета рассчитывается:
 - а) фактор обычного аннуитета для потока доходов, укороченного на один период, $+ 1$;
 - б) фактор обычного аннуитета для потока доходов, увеличенного на один период, $+ 1$;
 - в) фактор обычного аннуитета для потока доходов, укороченного на один период, $- 1$.
4. Какая функция является обратной величиной накопленной суммы единицы:
 - а) накопление единицы за период;
 - б) фактор фонда возмещения;
 - в) текущая стоимость единицы реверсии?
5. Какая функция является обратной величиной текущей стоимости обычного аннуитета:
 - а) текущая стоимость единицы реверсии;
 - б) текущая стоимость обычного аннуитета;
 - в) взнос на амортизацию единицы?

6. Какая функция показывает сумму равновеликого периодического взноса, который вместе с процентом необходим для того, чтобы к концу определенного периода накопить \$1:
- а) накопленная сумма единицы;
 - б) накопление единицы за период;
 - в) фактор фонда возмещения;
 - г) текущая стоимость единицы реверсии;
 - д) текущая стоимость обычного аннуитета;
 - е) взнос на амортизацию единицы?

Задачи

1. Рассчитайте суммарную будущую стоимость денежного потока, накапливаемого под 8%. Денежный поток возникает в конце года:
 - 1-й год — 100 руб.
 - 2-й год — 800 руб.
 - 3-й год — 0 руб.
 - 4-й год — 300 руб.
2. Рассчитайте текущую стоимость потока арендных платежей, возникающих в конце года, если годовой арендный платеж первые 4 года составляет 400 тыс. руб., затем он уменьшится на 150 тыс. руб. и сохранится в течение трех лет, после чего возрастет на 350 тыс. руб. и будет поступать еще 2 года. Ставка дисконта 10%.
3. Рассчитайте ежегодный платеж в погашение кредита в сумме 30 тыс. руб., выданного на 5 лет под 28%.
4. Определите ежемесячные выплаты по самоамортизирующемуся кредиту в сумме 550 тыс. руб., предоставленному на 2 года при номинальной годовой ставке 40%.
5. Гостиница в течение 4 лет будет приносить годовой доход в размере 120 тыс. руб., после чего ожидается его рост на 30 тыс. руб. Рассчитайте текущую стоимость дохода за 7 лет, если ставка дисконта равна 9%.
6. Какова будущая ценность 500 руб., вложенных на 5 лет под 12%, если процент начисляется:
 - а) один раз в год;
 - б) один раз в полугодие;
 - в) один раз в месяц;
 - д) непрерывно?
7. За какой срок будет возвращен кредит в сумме 29 130 руб., взятый под 8% годовых, если возврат осуществляется равными платежами по 2500 руб. в год?
8. Банк договорился об аренде помещения у фирмы под офис на 4 года. В целях экономии на налогах банк оплатил аренду в виде выдачи фирме беспроцентного кредита в 200 000 у. е. на 4 года. Ставка процента составляет 7,72%. Определите величину фактической арендной платы банка за аренду офиса.

-
9. Арендатор должен платить по 10 000 у. е. арендной платы в год. Он хочет заплатить вперед за 5 лет при ставке процента, равной 0,9. Определите сумму, которую ему необходимо заплатить.
10. Кредит в 400 000 у. е. выдан на 10 лет под 12% годовых. Определите платеж 3-го года при возврате кредита:
- методом равных выплат основной суммы;
 - методом равных выплат.

Глава 5

Затратный подход в оценке бизнеса

В данной главе рассмотрены методы затратного подхода в оценке бизнеса, приведен пример оценки бизнеса затратным подходом.

Затратный (имущественный) подход в оценке бизнеса рассматривает стоимость предприятия с точки зрения понесенных издержек. Балансовая стоимость активов и обязательств предприятия вследствие инфляции, изменений конъюнктуры рынка, используемых методов учета, как правило, не соответствует рыночной стоимости. В результате перед оценщиком встает задача проведения корректировки баланса предприятия. Для осуществления этого предварительно проводится оценка обоснованной рыночной стоимости каждого актива баланса в отдельности, затем определяется текущая стоимость обязательств и, наконец, из обоснованной рыночной стоимости суммы активов предприятия вычитается текущая стоимость всех его обязательств. Результат показывает оценочную стоимость собственного капитала предприятия.

Базовая формула затратного подхода:

$$\text{Собственный капитал} = \text{Активы} - \text{Обязательства}^1.$$

Данный подход представлен двумя основными методами:

- методом стоимости чистых активов;
- методом ликвидационной стоимости.

5.1. Метод стоимости чистых активов

Этот метод не требует идентификации аналогов, а основывается только на данных оцениваемой фирмы. В этом его преимущество (простота, относительно невысокая трудоемкость, отсутствие ограничений), но одновременно и недостатки (затратный подход к оценке). Как уже отмечалось, бизнес покупается ради будущих доходов, а не прошлых затрат. Суть метода в том, что определяется рыночная стоимость активов путем коррекции данных баланса, из которой вычитается рыночная стоимость обязательств. В модификации метода к рыночной стоимости

¹ Алгоритм расчета дан в «Порядке оценки стоимости чистых активов акционерных обществ», утв. Приказом Министерства финансов Российской Федерации от 5 августа 1996 г. № 71 и Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг от 5 августа 1996 г. № 179.

активов добавляется гудвил, определяемый котловым методом. (При этом требуется внешняя информация — средняя по отрасли рентабельность собственного капитала.)

Расчет методом стоимости чистых активов включает несколько этапов.

1. Изучается отчетный баланс и другая финансовая документация фирмы. Если финансовая документация не подтверждена аудитором, оценщик вправе сделать это сам или пригласить независимого аудитора. В баланс вносятся поправки. Составляется уточненный баланс.
2. Составляется так называемый экономический баланс. Экономический баланс отличается от бухгалтерского тем, что элементы актива и пассива пересчитываются по рыночным ценам:
 - нематериальные активы значатся в активе баланса по цене приобретения за вычетом износа (начисленной амортизации). Рыночная цена, во-первых, не учитывает определенных формальностей в определении стоимости актива, которые часто допускаются в практике приобретения нематериальных активов производственными предприятиями; во-вторых, она учитывает реальное экономическое старение актива. В процессе составления экономического баланса определенная часть нематериальных активов может быть признана утратившими свою стоимость. По другим определяется оставшийся срок жизни (*контрактная жизнь* — время, остающееся до окончания договора; *экономическая жизнь* — потеря стоимости актива вследствие изменения конъюнктуры рынка). Уровень износа определяется наименьшим сроком жизни;
 - оценка рыночной стоимости материальных активов производится методами оценки недвижимости, оборудования и других основных активов. Используются главным образом рыночный и затратный подходы. Наиболее распространенным стандартом стоимости является стоимость замещения, учитывающая физическое, функциональное, техническое и экономическое устаревание;
 - товарно-материальные запасы анализируются по результатам инвентаризации. Устаревшие неликвидные запасы списываются по ценам возможной реализации за вычетом издержек реализации, включая доходы посредников;
 - расходы будущих периодов, если существует связанная с ними выгода, оцениваются по номинальной стоимости;
 - дебиторская задолженность анализируется с точки зрения вероятности и сроков ее получения. Безнадёжная задолженность списывается. Если по части дебиторской задолженности срок получения составляет несколько месяцев, то в экономическом балансе следует привести (дисконтировать) ее сумму к моменту оценки бизнеса (определить текущую стоимость дебиторской задолженности);
 - аналогично дебиторской задолженности корректируется кредиторская задолженность;
 - финансовые активы переоцениваются по курсам, действующим на момент оценки бизнеса. Если в состав финансовых активов оцениваемой компании входят акции (доли) других предприятий, не котирующиеся на бирже или на внебиржевом рынке, то оценщику следует оценить их стоимость одним из известных и описанных выше методов;

- по методу избыточной прибыли выделяется и оценивается гудвил;
 - экономический баланс формируется путем изменения стоимости собственного капитала.
3. На основе экономического баланса определяются стоимость активов и стоимость обязательств.
 4. Стоимость предприятия равна экономической стоимости активов минус экономическая стоимость обязательств.

Пример 1. В табл. 5.1 приведен пример составления экономического баланса фабрики. Скорректированный (промежуточный) баланс составлен аудитором, приглашенным оценщиком. Корректировки произведены:

- по нематериальным активам (незаконное списание на активы части затрат на разработку технологии, произведенных работниками фабрики);
- по дебиторской задолженности (незаконное списание части дебиторской задолженности);
- по добавочному капиталу (занижена оценка транспорта);
- по доходам будущих периодов (списана часть кредиторской задолженности в связи с истечением срока исковой давности).

Анализируя элементы пассива и актива баланса с целью составления экономического баланса, оценщик обосновал следующие положения:

- 25% дебиторской задолженности со сроком платежа свыше 12 месяцев не будет получено (210 млн руб.);
- 12% запасов ТМЦ устарело и может быть продано лишь за 30% от своей стоимости (соответствующий элемент актива снизится на $2030 \times 0,12 \times (1 - 0,3) = 170,5$ млн руб.);
- нематериальные активы стоят 190 млн руб. (прирост 100 млн руб.);
- здания фабрики стоят на 620 млн руб. больше балансовой стоимости; оборудование — на 940 млн руб. меньше (основные средства уменьшаются на 320 млн руб.);
- финансовые активы (долгосрочные) имеют рыночную стоимость 1270 млн руб. (прирост 710 млн руб.);
- краткосрочные финансовые вложения — 70 млн руб. (прирост 30 млн руб.);
- долгосрочная задолженность (1500 млн руб.) должна быть погашена в виде разового платежа 1 июля 2006 г. Проценты, начисленные на основной долг, составят 900 млн руб. Общая задолженность (2400 млн руб.) приводится к 1 января 2005 г. по норме дисконта 40% (эффективная ставка). Текущая стоимость долга $24\,000 / (1 + 0,4)^{1,5} = 1449$ млн руб.;
- гудвил рассчитывается котловым методом. Средняя ставка капитализации по предприятиям этого профиля 15%.

Ставка определена как отношение чистой прибыли к рыночной стоимости акций. Следовательно, чистая прибыль, обеспечиваемая гудвилем фабрики, равна $2495 - 14\,200 \times 0,15 = 365$ млн руб., т. е. стоимость гудвила равна $365/0,15 = 2433$ млн руб.

Таблица 5.1. Построение экономического баланса, млн руб.

Баланс	Отчет на 31 декабря 2004 г.	Скорректированный баланс	Экономический баланс
Актив			
1. Внеоборотные активы, всего	9340	9300	12223
в том числе			
– нематериальные активы	130	90	190
– гудвил	–	–	2433
– основные средства	8140	8140	7820
– долгосрочные финансовые вложения	560	560	1270
– прочее	510	510	510
2. Оборотные активы, всего	4870	4900	3950
в том числе			
– запасы	2030	2030	1860
– дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев	810	840	630
– дебиторская задолженность со сроком платежей менее 12 месяцев	1470	1470	1260
– краткосрочные финансовые вложения	40	40	70
– денежные средства	130	130	130
– прочие оборотные активы	390	390	–
3. Убытки	–	–	–
Баланс	14210	14200	16173
Пассив			
4. Капитал и резервы, всего	9370	9400	9400
в том числе			
– уставный капитал	100	100	100
– добавочный капитал	8670	8700	8700
– резервный капитал	420	420	420
– прочее	180	180	180
5. Долгосрочные пассивы	1500	1500	1449
6. Краткосрочные пассивы	3340	3300	3300
– заемные средства	1100	1100	1100
– кредиторская задолженность	1890	1850	1850
– доходы будущих периодов	350	350	3500
Баланс	14210	14200	14144

Читатель, несомненно, обратил внимание на то, что экономический баланс не «сошелся». Это естественное явление, так как добавление гудвила в активы требует коррекции капитала и резервов (IV раздел пассива). Но анализ этого процесса не входит в нашу задачу.

Таким образом, стоимость фирмы составит $16\,173 - 1449 - 3300 = 11\,424$ млн руб., где $1449 + 3300$ — рыночная стоимость обязательств фирмы.

5.2. Метод ликвидационной стоимости

Методика расчета ликвидационной стоимости (стоимости неработающего предприятия) основана на оценке рыночной стоимости активов и обязательств. Отличия от метода стоимости чистых активов определяются различиями в состоянии предприятий.

При расчетах ликвидационной стоимости исключается гудвил. Стоимость других нематериальных активов зачастую также оказывается равной нулю, так как покупатели могут отсутствовать.

Главное отличие состоит в том, что для ликвидации (продажи) активов предприятие вынуждено платить комиссионные посредникам, нести расходы на демонтаж и снижать цену ниже рыночной стоимости для обеспечения ликвидности. Из стоимости проданных активов (конкурсной массы) вычитается стоимость обязательств, издержки предприятия (в том числе на содержание управленческого персонала и некоторые другие элементы постоянных издержек), комиссионные посредникам, налоги на продажу имущества. Все доходы и издержки должны быть определены на момент оценки (дисконтированы).

Пример 2. Рассчитаем ликвидационную стоимость фабрики на основе данных, подготовленных оценщиком в процессе анализа условий реализации активов. Норма дисконта принята 40% (табл. 5.2).

Ликвидационная стоимость зданий = $4200 \times 0,95 \times (1 + 0,4)^{-6/12} = 3372$. Аналогично получены результаты по другим элементам активов.

Таблица 5.2. Расчет ликвидационной стоимости

Элементы актива	Экономическая стоимость, млн руб.	Условия реализации			
		цена, млн руб.	срок, мес.	комиссионные, %	ликвидационная стоимость, млн руб.
1. Нематериальные активы	180	–	–	–	–
2. Гудвил	2433	–	–	–	–
3. Здания	4200	4200	6	5	3372
4. Оборудование	3720	2100	3	7	1795
5. Долгосрочные вложения	1270	1270	1	2	1212
6. Прочее	510	340	2	10	289
7. Запасы ТМЦ	1260	1200	2	5	1078
8. Незавершенное производство	600	400	4	5	359
9. Дебиторская задолженность	1890	1100	1	3	1025
10. Краткосрочные финансовые вложения	70	70	1	2	67
11. Денежные средства	130	130	–	–	130
12. Прочие оборотные активы	390	210	2	10	179
Итого	11740				9506

Чистая стоимость проданных активов 9506 млн руб. Рыночная стоимость обязательств 4749 млн руб. (предыдущий пример). Ликвидационная стоимость фабрики $9506 - 4749 = 4757$ млн руб. Эта сумма будет распределяться акционерами при ликвидации фирмы.

5.3. Пример оценки бизнеса затратным подходом

В качестве конкретных примеров использования различных подходов (здесь и далее) будем оценивать рыночную стоимость одной обыкновенной акции ОАО «Х».

После проведения анализа и структуры активов и обязательств компании был сделан вывод о целесообразности применения затратного подхода к оценке. В рамках затратного подхода применялся метод скорректированной стоимости чистых активов компании. Определение стоимости чистых активов осуществляется на основании Приказа Минфина РФ № 10н, ФКЦБ РФ № 03-6/нз от 21 января 2003 г. «Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ».

1. Определяем величину чистых активов компании по балансовой оценке.

Для этого производим группировку отдельных статей баланса (табл. 5.3).

2. Проводим корректировку по отдельным статьям баланса. Это обусловлено тем, что итоговые суммы статей баланса, учитываемые в расчете стоимости акций, могут не отражать ту сумму средств, которой реально располагает компания на дату оценки.

Нематериальные активы. Данные по статье имеют нулевое значение, корректировки данной статьи баланса не производились.

Основные средства. Стоимость всех основных средств ОАО «Х», согласно данным бухгалтерской отчетности, на 1 октября 2004 г. составляет 857 763 тыс. руб. В соответствии с предоставленной расшифровкой основные средства общества подразделяются на группы, которые представлены в табл. 5.4.

Процесс корректировки основных средств состоит из следующих этапов.

1. Разделение общей ведомости основных средств по назначению на объекты производственного и непроизводственного назначения.

В составе основных средств предприятия имеется двухкомнатная квартира, которая может быть классифицирована как непроизводственный актив. Однако, по сведениям менеджера предприятия, квартира используется для служебных целей. Исключение ее из состава основных средств предприятия как излишнего непроизводственного актива нецелесообразно.

2. Разделение общей ведомости основных средств на группы основных средств: здания, сооружения, машины и оборудование, транспортные средства, производственный инвентарь и прочие объекты основных средств.

3. Оценка стоимости зданий и сооружений предприятия. Из состава основных средств были выделены объекты, имеющие полный перечень необходимой информации для оценки рыночной стоимости объектов недвижимости. Оценка указанных объектов произведена с использованием укрупненных стоимостных показателей (метод сравнительной единицы) в рамках затратного подхода. В связи с тем что подавляющее большинство зданий построено до 1970 г., ценоповышающие коэффициенты определены по данным Межрегионального информационно-аналитического бюллетеня «КО-Инвест» (сборник № 49, раздел 2).

Таблица 5.3. Расчет чистых активов компании по состоянию на дату оценки, т. е. 1 октября 2004 г. и предыдущие отчетные даты, тыс. руб.

Статья	Балансовое значение на 01.01.02	Балансовое значение на 01.01.03	Балансовое значение на 01.01.04	Балансовое значение на 01.10.04
Активы				
Нематериальные активы	192	0	0	0
Основные средства	74552	175743	596520	857763
Незавершенное строительство	14020	199222	369678	110401
Доходные вложения в материальные ценности	0	0	0	0
Долгосрочные финансовые вложения	1268	15658	15658	15658
Прочие внеоборотные активы	0	0	0	0
Запасы	70580	62966	69712	67300
НДС по приобретенным ценностям	1799	38064	103901	25232
Дебиторская задолженность	24954	201283	84398	68011
Денежные средства	10375	43813	6086	4120
Прочие оборотные активы	0	0	0	0
Итого активы	197740	736749	1245953	1148485
Пассивы				
Долгосрочные обязательства по займам и кредитам	0	0	294901	144438
Прочие долгосрочные обязательства	0	0	3944	1183
Краткосрочные обязательства по займам и кредитам	2000	0	62635	164371
Кредиторская задолженность	14048	103621	190074	109025
Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов	0	224338	0	0
Резервы предстоящих расходов	0	0	0	0
Прочие краткосрочные обязательства	0	0	0	0
Итого пассивы	16048	327959	551554	419017
Балансовая стоимость чистых активов	181692	408790	694399	729468
Курс доллара США (руб. за \$1)	30,1372	31,7844	29,4545	29,2224
Балансовая стоимость чистых активов, \$тыс.	6029	12861	23575	24963

Таблица 5.4. Основные средства ОАО «Х»

Наименование группы основных средств	Остаточная стоимость по состоянию на 01.10. 04, руб.
Здания	174897549,63
Передаточные устройства	78727778,90
Машины и оборудование	580911894,43
Инструмент и хозяйственный инвентарь	970645,43
Прочие основные средства	1426972,75
Сооружения	2140991
Транспорт	3548467,73
Квартиры	188028
Кеги	14950511,10
Итого	857762839

Стоимость тех объектов, по которым отсутствовали технические характеристики либо иная информация, необходимая для расчета, определена индексным методом с использованием индексов изменения стоимости строительно-монтажных работ.

Объекты, построенные в 2004 г., приняты к дальнейшим расчетам в балансовой оценке.

Стоимость служебной квартиры в силу развитости данного сегмента рынка недвижимости определена сравнительным подходом.

4. Оценка рыночной стоимости машин и оборудования, автотранспортных средств, производственного и технологического инвентаря произведена индексным методом с использованием индексов изменения стоимости технологического оборудования.

Оценка рыночной стоимости зданий и сооружений.

Находящиеся на балансе ОАО «Х» здания и сооружения представлены в табл. 5.5.

При расчете физического износа использован метод срока службы (времени экономической жизни объекта). В связи с рациональным использованием и востребованностью оцениваемых производственных зданий функциональный и внешний износ является ничтожно малой величиной и в дальнейших расчетах не учитывается.

Технические характеристики объектов недвижимости и расчет их стоимости представлены в табл. 5.6 и 5.7.

Стоимость остальных объектов основных фондов определена индексным методом. Последняя переоценка основных фондов произведена по состоянию на 1 января 1997 г. Балансовая стоимость объектов пересчитана с применением индексов изменения стоимости строительно-монтажных работ, индексов изменения стоимости технологического оборудования в отрасли, индексов изменения потребительских цен в зависимости от даты постановки на баланс соответствующего объекта. Индексировалась полная стоимость воспроизводства.

Затем проиндексированная первоначальная стоимость скорректирована на долю накопленного износа исходя из срока жизни объекта по данным бухгалтерского учета. Объекты недвижимости, принятые на баланс в 2004 г., приняты по балансовой стоимости.

Таблица 5.5. Объекты недвижимости, находящиеся на балансе ОАО «Х»

Инвентарный номер	Наименование	Дата ввода в эксплуатацию	Балансовая стоимость, руб.	Остаточная стоимость, руб.
00679	Главный корпус	01.07.1964	11107622,65	5738950,09
00313	Объединенный корпус розлива пива	01.07.1964	2463750,45	1479173,36
00406	Солодовенный корпус, помещения для ростков	01.01.1953	7143721,00	1747672,06
00683	Элеватор для хранения и обработки ячменя	01.01.1953	845230,32	193835,21
00274	Административно-хозяйственный корпус, медпункт, столовая, клуб	01.01.1950	1197848,90	285129,50
00719	Аппаратная	01.12.1974	230500,00	57333,86
00276	Будка сторожевая	01.01.1940	21090,00	0,00
00278	Материальный склад	01.01.1952	471074,36	0,00
00273	Модуль-здание для торговли пивом	01.11.1993	45207,76	39194,95
00448	Объединенный корпус: столярка, РМЦ, гараж, склад	01.01.1953	680500,32	0,00
00277	Склад для химикатов	02.01.1939	130290,00	0,00
01232	Склад столовой	01.06.2001	16868,00	15497,53
00791	Тепловозное депо, весовая ж/д вагонов	01.01.1978	231500,00	46531,70

Рыночная стоимость полностью амортизированных объектов принималась равной 10% от переоцененной полной стоимости воспроизводства.

В итоге рыночная стоимость основных фондов предприятия, рассчитанная индексным методом, составляет 800 174 667 руб. В табл. 5.8 представлены результаты расчета.

Оценка рыночной стоимости служебной квартиры

Площадь квартиры — 35,8 м², первая комната — 13,5, вторая комната — 9,3, кухня — 6,3 м²

Балансовая стоимость квартиры 188 028 руб.

Рынок жилья в России является наиболее сформировавшимся сегментом рынка недвижимости. Поэтому определяющим подходом в оценке данного объекта является сравнительный подход.

Выбор аналога произведен на базе газеты «Из рук в руки». В качестве объектов-аналогов использованы двухкомнатные квартиры, сопоставимые по местоположению. Информация представлена в табл. 5.9.

Рыночная стоимость квартиры составляет 449 690 руб.

Оценка рыночной стоимости земельного участка

В соответствии с представленными заказчиком документами (свидетельство о государственной регистрации права от 16 ноября 2001 г.) ОАО «Х» обладает правом постоянного бессрочного пользования земельным участком общей площадью 73 605 м².

Таблица 5.6. Технические характеристики объектов недвижимости

Инвентарный номер	Наименование	Общая площадь, м ²	Площадь застройки, м ²	Строительный объем, м ³	Этажность	Фундамент	Стены	Перекрытия	Кровля	Год постройки
00679	Главный корпус	16433,90	1825,90	69652,00	9	Ж/б	Кирпич	Кирпич	Рулонная	1964
00313	Объединенный корпус розлива пива	2868,40	2868,40	14937,00	1	Бутовый	Кирпич	Ж/б	Шифер	1964
00406	Солодовенный корпус, помещения для ростков	11893,70	1081,25	85917,00	11	Бутовый	Кирпич	Ж/б	Рулонная	1953
00683	Элеватор для хранения и обработки ячменя									
00274	Административно-хозяйственный корпус, медпункт, столовая, клуб	1754,20	877,10	8386,00	2	Кирпич	Кирпич	Дерево	Шифер	1950
00719	Аппаратная	3044,90	1014,97	19773,00	3	Ж/б	Кирпич	Ж/б	Рулонная	1950
00276	Будка сторожевая	3,90	3,90	15,00	1	Бутовый	Кирпич	Дерево	Шифер	1940
00278	Материальный склад	856,20	856,20	3660,50	1	Ленточный	Кирпич	Дерево	Рубероид	1953
00273	Модуль-здание для торговли пивом	259,60	259,60	1896,00	1		Кирпич	Дерево	Шифер	1993
00448	Объединенный корпус: столарка, РМЦ, гараж, склад	1181,60	590,80	6518,00	2	Бутовый	Кирпич	Ж/б	Рулонная	1953
00277	Склад для химических	129,80	129,80	598,00	1	Ленточный	Шлакоблоки	Ж/б	Рубероид	1939
01232	Склад столовой	86,50	86,50	250,00	1	Бутовый	Кирпич	Дерево	Шифер	1950
00791	Тепловозное депо, весовая ж/д вагонов	118,80	118,80	793,00	1	Бутовый	Кирпич	Ж/б	Рулонная	1978

Таблица 5.7. Расчет рыночной стоимости объектов недвижимости

Инвентарный номер	Наименование	УПС	Расценка, руб.	Коэффициент КО-Инвест	Полная восстановительная стоимость, руб.	Износ, %	Рыночная стоимость, руб.
00679	Главный корпус	36т65в	15,3	48,22	51386877,43	45	28262782,59
00313	Объединенный корпус розлива пива	36т64в	17,4	48,22	12532561,24	40	7524232,30
00406	Солодовенный корпус, помещения для ростков	36т65в	15,3	48,22	63386641,42	70	19015992,43
00683	Элеватор для хранения и подработки ячменя						
00274	Административно-хозяйственный корпус, медпункт, столовая, клуб	18т35в	25,3	48,22	10230634,88	70	3069190,46
00719	Аппаратная	18т46е	22,4	48,22	21357370,94	70	6407211,28
00276	Будка сторожевая	18т63а	23,6	48,22	17069,88	70	5120,96
00278	Материальный склад	18т24	12,5	48,22	2206366,38	70	661909,91
00273	Модуль- здание для торговли пивом	18т24в	17,6	48,22	1609082,11	10	1448173,90
00448	Объединенный корпус: столярка, РМЦ, гараж, склад	18т7д	8,5	48,22	2671532,66	70	801459,80
00277	Склад для химикатов	18т24б	18	48,22	519040,08	70	155712,02
01232	Склад столовой	18т24а	21,3	48,22	256771,50	8	235909,65
00791	Тепловозное депо, весовая ж/д вагонов	18т24б	18	48,22	688292,28	70	206487,68
	Итого						67794183,00

Таблица 5.8. Результаты расчета стоимости основных фондов индексным методом

Наименование группы основных средств	Стоимость по состоянию на 01.10.2004 г.
Здания*	2672500
Передаточные устройства	91221373
Машины и оборудование	676545971
Инструмент и хозяйственный инвентарь	1393281
Прочие основные средства	1458662
Сооружения	3198198
Транспорт	7256163
Кеги	16428519
Итого	800174667

* Без учета зданий, принятых на баланс в 2004 г.

Таблица 5.9. Информация по объектам-аналогам

Адрес	Площадь общая/ полезная/кухня	Этаж	Стоимость, \$	Дата публикации
Ул. Золотистая	41,5/28,4/5,8	4/4	18800	17.01.2005
Ул. Средняя	42/28/6	1/5	18000	27.12.2004
Ул. Вишневая	43/30/6	5/5	19500	17.01.2005
Ул. Садовая	47,2/31/6,2	5/5	16000	17.01.2005
У. Сибирская	40/26/6	5/5	18500	17.01.2005
Среднее			18160	
Стоимость без НДС, \$			15390	
Стоимость без НДС, руб.		29,22	449690	

Информация о кадастровой стоимости земельного участка отсутствует.

Стоимость права постоянного бессрочного пользования определяется по следующей формуле

$$V_{\text{бп}} = V_L - \frac{H_L}{e} - P_v,$$

где $V_{\text{бп}}$ — стоимость права бессрочного пользования земельным участком; V_L — рыночная стоимость земельного участка; H_L — земельный налог; e — ставка дисконтирования для земли; P_v — выкупная стоимость земельного участка.

Право бессрочного пользования после 2004 г. практически всеми организациями, за исключением государственных и муниципальных учреждений, федеральных казенных предприятий и органов государственной власти и органов местного самоуправления, должно быть переоформлено на право аренды или земельный участок должен быть выкуплен.

В результате анализа рынка земельных участков города, где расположено ОАО, выявлено, что число предложений на продажу земельных участков, сопоставимых с оцениваемым, крайне мало. В основном предлагаются участки для индивидуального жилищного строительства или для строительства загородных коттеджных поселков за чертой города, что не соответствует оцениваемому земельному участку по факторам «месторасположение», «целевое назначение». В качестве объекта сравнения принят земельный участок площадью 10 000 м², предлагаемый к продаже по цене 4 350 000 руб. Таким образом, рыночная стоимость 1 м² земельного участка составляет \$14,5.

Выкупная стоимость участка установлена в размере пятикратной ставки земельного налога за единицу площади земельного участка (ст. 36 Земельного кодекса РФ).

Ставка дисконтирования для земли определена методом кумулятивного построения:

Безрисковая ставка дохода + премия за риск вложения в недвижимость + премия за низкую ликвидность + премия за инвестиционный менеджмент

В качестве безрисковой ставки взята средняя ставка доходности еврооблигаций Евробонды России — 7,3. Риск вложения в недвижимость принят на уровне 3%. Поправка на низкую ликвидность — 1%; поправка на инвестиционный менеджмент — также 1%.

Таким образом ставка дохода для земельного участка составляет (округленно) 12%.

Результаты расчета стоимости прав бессрочного пользования земельным участком представлены в табл. 5.10.

Таблица 5.10. Расчет стоимости прав бессрочного пользования земельным участком

Наименование показателя	Значение
Общая площадь земельного участка, м ²	73605
Ставка земельного налога, руб./ м ²	15,05
Выкупная цена, руб.	5538776
Выкупная цена, \$	189554
Рыночная стоимость, \$/ м ²	14,5
Рыночная стоимость, \$	1067273
Земельный налог, руб.	1107755
Земельный налог, \$	37911
Ставка дисконтирования	0,12
Стоимость права бессрочного пользования земельным участком, \$	561794
Стоимость права бессрочного пользования земельным участком, руб.	16415632

Результаты расчета стоимости основных фондов предприятия представлены в итоговой табл. 5.11.

Таблица 5.11. Итоговая таблица стоимости основных фондов предприятия

Наименование основных средств	Стоимость, руб.
Основные средства (метод удельного стоимостного показателя)	67794183
Основные средства (здания), сданные в эксплуатацию в 2004 г.	164457748,18
Основные средства (индексный метод)	800174667,04
Стоимость права бессрочного пользования земельным участком	16415632
Стоимость квартиры	449690,85
Итого	1049291921,51

Стоимость объектов незавершенного строительства, согласно данным бухгалтерской отчетности по состоянию на 1 октября 2004 г. Пересчет стоимости объектов незавершенного строительства произведен путем индексации фактических затрат строительства с применением индексов изменения цен на строительномонтажные работы в отрасли. Результаты расчетов представлены в табл. 5.12.

Прочее имущество отражено как объекты капитальных вложений в октябре 2004 г. Стоимость указанного имущества корректировке не подвергалась и принята для дальнейших расчетов в балансовой оценке 49 047 тыс. руб.

Таким образом, скорректированная величина статьи «Незавершенное производство» составляет 119 158 тыс. руб.

Таблица 5.12. Расчет стоимости объектов незавершенного строительства

Наименование объекта	Балансовая стоимость, тыс. руб.	Распределение фактических затрат строительства по годам, тыс. руб.		Итого
		2003	2004	
Трансформаторная подстанция	870,72		870,72	870,72
Здание отделения подработки соложеного материала	33268,04	31104,17	2163,87	33268,04
Здание энергокорпуса	27215,04	25416,79	1798,25	27215,04
Итого	61353,79	56520,95	4832,84	61353,79
Отраслевой индекс изменения стоимости СМР (КО-Инвест)		1,152	1,034	
Скорректированные значения на 01.10.2004		65112	4999	70111

Долгосрочные финансовые вложения

По данным бухгалтерской отчетности по состоянию на 1 октября 2004 г., статья «Долгосрочные финансовые вложения» составляет сумму в размере 15 658 тыс. руб. и представляет собой инвестиции в уставный капитал трех организаций. Рыночная стоимость вложений в уставный капитал этих организаций определена на основании предоставленной бухгалтерской отчетности организаций за 9 месяце в 2004 г. методом чистых активов и составила 110 788 тыс. руб.

Вклады в уставный капитал вышеназванных организаций не обеспечивают контроля, следовательно, для выведения итоговой стоимости инвестиций необходимо ввести корректировку на неконтрольный характер вложений.

Итоговая стоимость скорректированных долгосрочных финансовых вложений ОАО «Х» составляет 13 483,81 тыс. руб. (табл. 5.13).

Таблица 5.13. Расчет стоимости долгосрочных финансовых вложений

Наименование предприятия	Балансовая стоимость инвестиций на 30.09.04, тыс. руб.	Общий процент владения в УК, %	Скидка за миноритарный характер владения	Рыночная стоимость инвестиций, тыс. руб.
Организация 1	4988,16	12,77	-26,0	2772,67
Организация 2	1213,80	8,85	-26,0	724,06
Организация 3	9456,409	17,43	-18,6	9987,09
Итого	15658,369			13483,81

Краткосрочные финансовые вложения, которых у предприятия нет, не корректировались; статья «Прочие внеоборотные активы» не корректировалась по той же причине.

Статья «Запасы» по данным бухгалтерской отчетности по состоянию на 1 октября 2004 г. составляет 67 300 тыс. руб. По сведению специалистов ОАО «Х», в составе запасов имеются неликвидные запасы на сумму 143 463,31 руб. Эта сумма скорректирована исходя из предположения, что указанные запасы могут быть реализованы по цене, составляющей не более 70% балансовой стоимости. Величина корректировки — 43 тыс. руб.

Отдельные виды запасов числятся на балансе предприятия по учетным ценам, тогда как в случае их реализации рыночная цена (без НДС) будет отличаться от учетной цены — это относится в первую очередь к готовой продукции.

Произведем пересчет стоимости готовой продукции предприятия с учетом цены реализации (номенклатура большая, поэтому расчет опускаем). Остальные статьи баланса по разделу «Запасы» корректировке не подвергались, так как сырье и материалы, входящие в состав запасов, являются достаточно ликвидными, находятся в постоянном обороте и будут использованы в течение одного производственного цикла. Величина корректировки 5160 тыс. руб. Итоговая корректировка по разделу «Запасы» составляет 5117 тыс. руб.

Налог на добавленную стоимость

Согласно данным бухгалтерской отчетности ОАО по состоянию на 1 октября 2004 г., сумма налога на добавленную стоимость составляет 25 232 тыс. руб. и принимается в расчет в полном объеме.

Дебиторская задолженность

По состоянию на 1 октября 2004 г. величина краткосрочной задолженности составляет 68 011 тыс. руб., долгосрочная дебиторская задолженность отсутствует.

Оценка рыночной стоимости краткосрочной дебиторской задолженности состоит из следующих этапов:

- выделение из общей величины дебиторской задолженности безнадежной к взысканию и просроченной дебиторской задолженности и определение вероятности возврата указанных сумм;
- расчет периода оборачиваемости текущей дебиторской задолженности как средней величины данного показателя за период 2002 г. — 9 месяцев 2004 г.;
- определение рыночной стоимости текущей дебиторской задолженности — исходя из периода погашения, определенного на предыдущем этапе, и ставки дисконтирования 14% по рублевым депозитам, предоставленным предприятиям и организациям на срок свыше 91 дня.

Расчет представлен в табл. 5.14, 5.15.

Таблица 5.14. Дебиторская задолженность, безнадежная к взысканию

Код	Наименование организации	Дата возникновения	Величина, тыс. руб.	Состояние организации
7705347251	ООО «Альфа»	04.2002 г.	1885,15	Н/д
3601000680	ЗАО «Бета»	03.2002 г.	278,6	Банкрот
760304441438	ИП «Иванов»	07.2003 г.	45,01	Н/д
500132	АОЗТ «Сигма»	04.1998 г.	36,58	Банкрот
3616005675	ООО «Гамма»	11.1999 г.	36,38	Н/д
381000449365	ИП «Петров»	07.2003 г.	30,03	Н/д
			2311,75	

Денежные средства

Величина денежных средств принята по балансовой стоимости, так как это наиболее ликвидный актив, имеющий рыночный эквивалент, равный балансовому отражению, — 4120 тыс. руб.

Таблица 5.15. Расчет рыночной стоимости дебиторской задолженности

Показатель	9 месяцев 2004 г.
Долгосрочная дебиторская задолженность	0
Краткосрочная дебиторская задолженность	
Оборачиваемость дебиторской задолженности	4,22
Период оборачиваемости, лет	0,31
Величина дебиторской задолженности, тыс. руб.	68011
Дебиторская задолженность, безнадежная к взысканию, тыс. руб.	2312
Вероятность погашения, %	0
Просроченная дебиторская задолженность, тыс. руб.	10956
Вероятность погашения, %	50
Величина текущей дебиторской задолженности, тыс. руб.	54743
Ставка дисконтирования, %	14
Период погашения дебиторской задолженности	0,31
Фактор текущей стоимости	0,96051
Рыночная стоимость текущей дебиторской задолженности, тыс. руб.	52582
Итого рыночная стоимость краткосрочной дебиторской задолженности, тыс. руб.	58060

Прочие оборотные активы

Данные по статье имеют нулевое значение, поэтому корректировки не вносились.

Долгосрочные обязательства

Долгосрочные обязательства компании представляют собой кредит Сбербанка РФ сроком погашения 12 мая 2005 г. под 10,5% годовых. Анализ представленной информации показывает, что процентная ставка по кредитам, предоставленным ОАО «Х», соответствует рыночным значениям, период времени до срока погашения составляет менее 8 месяцев, следовательно, стоимость долгосрочных обязательств принята по балансовой оценке.

Краткосрочные обязательства

Краткосрочные обязательства также представлены кредитами Сбербанка РФ, процентная ставка соответствует рыночным значениям; корректировка не производилась.

Кредиторская задолженность

По данным бухгалтерской отчетности по состоянию на 1 октября 2004 г., статья «Кредиторская задолженность» составляет сумму в размере 109 025 тыс. руб. и принимается в дальнейших расчетах по балансовой стоимости.

Итоговый расчет стоимости чистых активов ОАО «Х» представлен в табл. 5.16.

Рассчитанная методом чистых активов рыночная стоимость собственного акционерного капитала компании в рамках затратного подхода составляет 922 746 тыс. руб. и представляет собой стоимость с позиции контролирующего акционера, так как предполагает возможность управления всеми активами и пассивами компании.

Таблица 5.16. Расчет стоимости чистых активов ОАО «Х»

Показатель	Балансовая стоимость по состоянию на 01.10.2004 г., тыс. руб.	Скорректированная стоимость по состоянию на 01.10.2004 г., тыс. руб.
Активы		
Нематериальные активы	0	0
Основные средства	857763	1049292
Незавершенное строительство	110401	119158
Доходные вложения в материальные ценности	0	0
Долгосрочные и краткосрочные финансовые вложения	15658	13484
Прочие внеоборотные активы	0	0
Запасы	67300	72417
Налог на добавленную стоимость	25232	25232
Дебиторская задолженность	68011	58060
Денежные средства	4120	4120
Прочие оборотные активы	0	0
Итого активы	1148485	1341763
Пассивы		
Долгосрочные обязательства по займам и кредитам	144438	144438
Прочие долгосрочные обязательства	1183	1183
Краткосрочные обязательства по займам и кредитам	164371	164371
Кредиторская задолженность	109025	109025
Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов	0	0
Резервы предстоящих расходов	0	0
Прочие краткосрочные обязательства	0	0
Итого пассивы	419017	419017
Итого чистые активы	729468	922746
Итого рыночная стоимость 100% собственного капитала, тыс. руб.		922746
Итого рыночная стоимость 100% собственного капитала, \$ тыс.		31579

Контрольные вопросы

1. Перечислите методы оценки бизнеса, реализуемые в составе затратного подхода.
2. Каковы основные достоинства и недостатки метода оценки бизнеса на базе чистых активов?
3. В чем суть метода определения ликвидационной стоимости?

Глава 6

Сравнительный подход в оценке бизнеса

В главе рассмотрены методы сравнительного (рыночного) подхода в оценке бизнеса, дан пример оценки бизнеса сравнительным подходом.

Данный метод основан на принципе замещения — покупатель не купит объект недвижимости, если его стоимость превышает затраты на приобретение на рынке схожего объекта, обладающего такой же полезностью.

Сравнительный подход в основном используется там, где имеется достаточная база данных о сделках купли-продажи.

Основные преимущества сравнительного подхода:

1. Оценщик ориентируется на фактические цены купли-продажи аналогичных предприятий. Цена определяется рынком, а оценщик ограничивается только корректировками, обеспечивающими сопоставимость аналога с оцениваемым объектом.
2. Оценка основана на ретроинформации и, следовательно, отражает фактические результаты производственно-финансовой деятельности предприятия.
3. Цена фактически совершенной сделки максимально учитывает ситуацию на рынке, а значит, является реальным отражением спроса и предложения.

Вместе с тем сравнительный подход имеет ряд существенных недостатков: игнорирует перспективы развития предприятия в будущем; получение информации от предприятий-аналогов является довольно сложным процессом; оценщик должен делать сложные корректировки, вносить поправки, требующие серьезного обоснования, в итоговую величину и промежуточные расчеты.

Таким образом, возможность применения сравнительного подхода зависит от наличия активного финансового рынка, доступности финансовой информации и наличия служб, накапливающих ценовую и финансовую информацию.

Сравнительный (рыночный) подход включает в себя три основных метода: метод рынка капитала, метод сделок и метод отраслевых коэффициентов.

Отбор компаний для сравнения производят по таким критериям, как принадлежность к той или иной отрасли, региону; вид выпускаемой продукции или услуг; диверсификация продукции или услуг; стадия жизненного цикла, на которой находится компания; размеры компаний, стратегия их деятельности, финансовые характеристики.

6.1. Метод отраслевых коэффициентов

Суть метода отраслевых коэффициентов заключается в том, что на основе анализа практики продаж бизнеса в той или иной отрасли выводится определенная зависимость между ценой продажи и каким-то показателем. Этот метод в основном используется для оценки малых компаний и носит вспомогательный характер. В результате обобщения были разработаны довольно простые формулы определения стоимости оцениваемого предприятия.

Опыт западных оценочных фирм свидетельствует¹:

- рекламные агентства и бухгалтерские фирмы продаются соответственно за 0,7 и 0,5 от годовой выручки;
- рестораны и туристические агентства — за 0,25–0,5 и 0,04–0,1 от валовой выручки;
- заправочные станции — за 1,2–2,0 от месячной выручки;
- предприятия розничной торговли — за 0,75–1,5 от суммы чистого дохода + + оборудование + запасы;
- машиностроительные предприятия — за 1,5–2,5 от суммы чистого дохода + + запасы.

В отечественной практике этот метод пока не получил достаточного распространения в связи с отсутствием необходимой информации, требующей длительного периода наблюдения.

6.2. Метод рынка капитала

Метод рынка капитала — основан на рыночных ценах акций сходных компаний. Предполагается, что инвестор, действуя по принципу замещения (или альтернативной инвестиции), может инвестировать либо в эти компании, либо в оцениваемую. Этот метод основывается на финансовом анализе оцениваемой и сопоставимых компаний.

При отборе предприятий-аналогов учитываются следующие признаки сопоставимости:

- тождество производимой продукции;
- тождество объема и качества производимой продукции;
- идентичность изучаемых периодов;
- тождество стадий развития предприятий (например, стадии роста или упадка) и размеров производственной мощности;
- сопоставимость стратегии развития предприятий;
- равная степень учета климатических и территориальных различий и особенностей;
- сопоставимость финансовых характеристик предприятий.

Важная составляющая часть оценки по данному методу — анализ финансового положения предприятий и сопоставление. Финансовая информация может быть

¹ Григорьев В. В., Федотова М. А. Оценка предприятия: теория и практика. М., 1997. С. 133.

получена оценщиком как по публикациям в периодической печати, так и на основании письменного запроса либо непосредственно на предприятии в ходе собеседования. Система аналитических показателей и критериев сравнения, используемых при анализе финансового положения предприятия, так же как и методология оценки стоимости предприятия в целом, зависит от целей и функций оценки. Например, при оценке в целях налогообложения наиболее важными показателями являются: структура имущества предприятия и рентабельность активов и продукции; при купле-продаже предприятия — платежеспособность предприятия, ликвидность активов, динамика рентабельности; при реорганизации предприятия — деловая активность, структура капитала.

Установление периода, за который производится финансовый анализ, также зависит от цели и методов оценки. Стоимость предприятия в целях его реорганизации или купли-продажи основывается преимущественно на прогнозных оценках, тогда как для целей налогообложения используются в основном данные о текущей деятельности предприятия. При анализе прогнозных оценок следует принимать во внимание не только уровень финансовых показателей на дату оценки, но и их динамику за определенный период, предшествующий дате оценки (не менее 12 месяцев).

При составлении финансового отчета предприятия, как правило, исходят из основных принципов ведения бухгалтерского учета, установленных «Положением о бухгалтерском учете и отчетности в РФ». Однако общие правила и принципы конкретизируются исходя из условий и особенностей деятельности на каждом предприятии, что находит отражение в собственной учетной политике предприятия. Определенная степень свободы предприятия в формировании учетной политики отражается на величине отчетных показателей. Например, по-разному реализуются в практике конкретного предприятия основные приемы и методы бухгалтерского учета: оценка материалов и запасов производится либо по средней себестоимости, либо методом LIFO, либо методом FIFO; стоимость основных средств погашается либо по стандартным нормам амортизационных отчислений, либо ускоренным способом; прибыль от реализации продукции признается либо по мере отгрузки, либо по мере оплаты.

В зависимости от принятых методов бухгалтерского учета будет различаться не только величина прибыли, но и стоимость отдельных активов, а это, в свою очередь, отражается на величине отдельных статей балансового отчета. Поэтому при сравнительном анализе балансовых отчетов предприятий-аналогов и оцениваемого предприятия рекомендуется учитывать различия в применяемых методах бухгалтерского учета и вносить поправки в соответствующие статьи балансового отчета.

Процесс отбора сопоставимых компаний начинается с составления списка потенциально сопоставимых компаний. Поиск таких компаний начинается с определения основных конкурентов, просмотра списка слившихся и приобретенных компаний за последний год. Критерии сопоставимости достаточно условны и обычно ограничиваются сходством отрасли, производимой продукции, ее ассортимента и объемов производства.

Сравнительный подход оценки предприятия использует все традиционные приемы и методы финансового анализа.

Определение рыночной стоимости собственного капитала предприятия сравнительным подходом основано на использовании ценовых мультипликаторов.

Ценовой мультипликатор — это коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой предприятия или акции и финансовой базой. Финансовая база оценочного мультипликатора является по сути измерителем, отражающим финансовые результаты деятельности предприятия, к которым можно отнести не только прибыль, но и денежный поток, дивидендные выплаты, выручку от реализации и некоторые другие.

Для расчета мультипликатора необходимо:

- определить цену акции по всем компаниям, выбранным в качестве аналога; это даст значение числителя в формуле;
- вычислить финансовую базу (прибыль, выручку от реализации, стоимость чистых активов и т. д.) либо за определенный период, либо по состоянию на дату оценки — это даст величину знаменателя.

Цена акции берется на последнюю дату, предшествующую дате оценки, либо она представляет собой среднее значение между максимальной и минимальной величинами цены за последний месяц.

В качестве финансовой базы должен выступать показатель финансовых результатов либо за последний отчетный год, либо за последние 12 месяцев, либо средняя величина за несколько лет, предшествующих дате оценки.

Существует много оценочных мультипликаторов, применяемых при оценке стоимости бизнеса. Их можно разделить на два типа: интервальные и моментные.

К **интервальным мультипликаторам** относятся: цена/прибыль; цена/денежный поток; цена/дивидендные выплаты; цена/выручка от реализации.

К **моментным мультипликаторам** относятся: цена/балансовая стоимость активов; цена/чистая стоимость активов.

Выбор наиболее уместного из них определяется в каждой конкретной ситуации, например:

- P/R — цена/валовые доходы (применяется, когда оцениваемая и сопоставимые компании имеют сходные операционные расходы — сфера услуг);
- P/EBT — цена/прибыль до налогообложения (более предпочтителен для сопоставления компаний, имеющих различные налоговые условия);
- P/E — цена/чистая прибыль (особенно уместен, когда прибыль относительно высока и отражает реальное экономическое состояние компании);
- P/CF — цена/денежный поток (уместен, когда компания имеет относительно низкий доход, сравниваемый с амортизацией);
- P/BV — цена/балансовая стоимость собственного капитала (наиболее применим к компаниям, имеющим на балансе значительные величины активов, и когда имеется устойчивая связь между показателем балансовой стоимости и генерируемым компанией доходом).

Мультипликаторы цена/прибыль и цена/денежный поток наиболее распространены для определения цены, так как информация о прибыли оцениваемой компании и предприятий-аналогов является наиболее доступной.

При оценке стоимости бизнеса для получения более объективных данных рекомендуется применять несколько мультипликаторов одновременно.

Таблица 6.1. Исходные данные, ден. ед.

№ п/п	Название компании	Страна	Данные балансового отчета						Данные отчета о доходах				Чистый доход			Данные об акциях		
			краткосрочная и текущая часть задолженности	долгосрочная задолженности	собственный капитал	чистая выручка от реализации	износ и амортизация	расходы на выплаты процентов	доход до выплаты налогов	налоги	Чистый доход	текущая рыночная цена	число акций					
1																		
1	AALBORO PORTLAN	Дания	479714	1286128	1929090	2500198	270925	214193	148904	40005	104294	472	2856					
2	ASLAND, SA	Испания	1581	1200867	94287015	51308772	2815327	1287664	15222956	4369321	10671476	1170	46227					
3	ASLAND CATALUNY	Испания	20399	0	21853301	12731364	1333364	236596	3778677	1410053	2368624	1000	28942					
4	CALCESTRUZZI SP	Италия	473398000	63753000	414281000	1196967000	37783000	48688000	138745000	60229000	75521000	8150	337625					
5	CEMENTERIA DIB	Италия	2653000	46109000	140107000	85244000	9226000	3799000	24991000	17103000	17861000	4510	13778					
6	CEMENTERIA DIB	Италия	87393036	83347225	211430756	214685647	27784367	17623225	20973207	11597603	9226393	3920	69888					
7	CEMENTERIA SICI	Италия	8196000	110079000	325879000	218046000	35520000	9117000	53946000	18264000	35682000	5300	31731					
8	CEMENTERIA HOLDIN	Швейцария	37005	251460	578440	1066450	104450	36241	279005	83181	76688	350	1132					
9	CEMENTIR CEME	Италия	13355000	24638000	288181000	335102000	24992000	3296000	35908000	16969000	16969000	1500	170000					
10	CEMENTERIES CBR	Бельгия	3590200	14619500	27013700	46363400	3602100	1658600	5131000	1292800	3635900	8270	4504					
11	COMPANIA VALENS	Испания	712410	61125	34037641	19909797	1084611	24507	8368432	2393807	5974625	8920	11316					
12	DIICKERHOFF AG	Германия	82198	85915	400710	1592175	147026	19688	98458	42374	48198	423	2316					
13	INALCEMENTI SPA	Италия	156129000	219663300	2322868000	1648740000	191951000	27558000	308210000	110030000	184474000	9231	328167					
14	NORDCEMENT AG	Германия	0	0	67644	149769	13054	121	28550	15732	12818	365	799					
15	PERLMOOSER ZEME	Австрия	0	381371	1532675	3962476	292760	36517	384047	65563	3127712	1100	4840					
16	SOCIETE DES CIM	Франция	3978000	10790000	5730000	16448000	1193000	1567000	648000	233000	401000	135	21594					
17	TITAN CEMENT CO	Греция	5496668	6565719	22372046	49792366	2731366	3109028	6266847	1026750	5163300	7625	9461					
18	UNICEM SPA	Италия	47994	209415000	639792000	763300000	64674000	23026000	139358000	49303000	73705000	6900	74622					

¹ В качестве примера использованы данные из учебных материалов Р. Линга «Основы анализа и оценки бизнеса». М., 1995.

Таблица 6.2. Мультипликаторы

№ п/п	Цена/чистая прибыль	Цена/прибыль до налогообложения	Цена/чистый денежный поток	Цена/денежный поток до налогообложения	Собственный капитал + + долгосрочный долг	Собственный капитал + + долгосрочный долг	Цена/балансовая стоимость
					Прибыль после выплаты процентов и налогообложения	Прибыль до выплаты процентов и налогообложения	
1	2	3	4	5	6	7	8
1	12,9	9,1	3,6	3,2	7,3	4,2	0,70
2	5,1	3,6	4,0	3,0	3,3	2,9	0,57
3	12,2	7,7	7,8	5,7	7,2	5,4	1,32
4	4,1	2,2	2,7	1,7	2,0	1,6	0,74
5	3,5	2,5	2,3	1,8	3,8	2,8	0,44
6	29,7	13,1	7,4	5,6	9,3	5,4	1,30
7	4,7	3,1	2,5	1,9	4,4	2,9	0,52
8	5,2	1,4	2,2	1,0	2,1	1,5	0,69
9	15,0	7,1	6,1	4,2	7,1	4,4	0,88
10	10,2	7,3	5,1	4,3	7,6	5,0	1,38
11							
12							
13	16,4	9,8	8,0	6,1	9,7	6,2	1,30
14	22,7	10,2	11,3	7,0	10,2	7,0	4,31
15	16,8	13,9	8,7	7,9	13,6	8,0	3,47
16	7,3	4,5	1,8	1,6	6,2	4,0	0,51
17	14,0	11,5	9,1	8,0	8,4	6,5	3,22
18	7,0	3,7	3,7	2,5	4,5	3,2	0,80
Среднее	12,4	7,4	5,9	4,5	7,1	4,8	1,5
Медианное	12,6	7,5	5,1	4,1	7,2	4,3	1,1

Рассчитать мультипликаторы для оценки фирмы *VALENS* (Испания).

1. Мультипликатор цена/чистая прибыль (P/E):

$$P/E = \frac{CA_p \times KA}{ЧД} = \frac{8920 \times 11\,310}{5\,974\,625} = 16,9,$$

где CA_p – рыночная стоимость акций; KA – количество акций; $ЧД$ – чистый доход.

2. Мультипликатор цена/прибыль до налогообложения (P/EBT):

$$P/EBT = \frac{100\,998\,300}{8\,368\,432} = 12,1.$$

3. Мультипликатор цена/чистый денежный поток (P/CF):

$$P/CF = \frac{100\,998\,300}{5\,974\,625 + 1\,084\,611} = 14,3.$$

4. Мультипликатор цена/денежный поток до налогообложения ($P/PTCF$):

$$P/PTCF = \frac{100\,998\,300}{8\,368\,432 + 1\,084\,611} = 10,7.$$

5. Мультипликатор инвестиционный капитал/прибыль ($IC/EBIT$):

$$IC/EBIT = \frac{K_{\text{соб}} + Z_{\text{д}}}{D + PB} = \frac{100\,998\,300 + 61\,125}{8\,368\,432 + 24\,507} = 12,0,$$

где $K_{\text{соб}}$ — собственный капитал; $Z_{\text{д}}$ — долгосрочная задолженность; PB — расходы на выплату процентов; D — доход от налогов.

6. Мультипликатор инвестиционный капитал/прибыль до выплаты налогов и процентов по кредитам ($IC/EBDIT$):

$$IC/EBDIT = \frac{100\,998\,300 + 61\,125}{8\,368\,432 + 24\,507 + 1\,084\,611} = 10,7.$$

7. Мультипликатор цена/балансовая стоимость (P/BV):

$$P/BV = \frac{100\,998\,300}{34\,037\,641} = 2,97.$$

В результате оценки компании **методом рынка капитала** получают стоимость неконтрольного пакета ее акций с высокой степенью ликвидности. Для того чтобы получить стоимость контрольного пакета в компании, акции которой не продаются на открытом фондовом рынке и финансовая информация по которой широко не представлена, необходимо добавить премию за контроль и вычесть скидку за недостаточную ликвидность.

Следует также иметь в виду, что скидка для обыкновенных акций будет больше, чем для привилегированных, так как риск недополучения дивидендов для обыкновенных акций выше, чем для привилегированных, у которых величина дивиденда фиксируется заранее.

6.3. Метод сделок

Метод сделок (или метод продаж) — частный случай метода рынка капитала, основан на анализе цен купли-продажи контрольных пакетов акций компаний-аналогов или анализе цен приобретения предприятий целиком. Цена акций принимается по результатам сделок на мировых фондовых рынках. В основе этого метода — определение мультипликаторов на базе финансового анализа и прогнозирования. Финансовый анализ и сопоставление показателей осуществляются так же, как и в методе рынка капитала.

Главное отличие метода сделок (продаж) от метода рынка капитала заключается в том, что первый определяет уровень стоимости контрольного пакета акций, позволяющего полностью управлять предприятием, тогда как второй определяет стоимость предприятия на уровне неконтрольного пакета.

Как и в методе рынка капитала, при использовании данного метода необходимо вносить поправки к стоимости предприятия, полученной с помощью мультипликаторов, на неоперационные активы, на избыток (недостаток) собственных средств, на страновой риск.

Эксперт-оценщик не ошибется в оценке стоимости предприятия, если хорошо усвоит соотношение между контрольной и неконтрольной долями собственности и следующие три правила.

1. Стоимость контрольного пакета акций (или стоимость предприятия в целом) определяется:
 - а) методом сделок;
 - б) методом дисконтирования денежного потока (предполагается, что денежный поток находится на уровне контрольного пакета);
 - в) методом накопления активов;
 - г) методом рынка капитала с добавлением премии за контрольный пакет (30–40%).
2. Стоимость неконтрольного пакета акций (или одной акции) для открытого акционерного общества определяется методом рынка капитала. Эту стоимость можно также получить методом сделок, методом накопления активов и методом дисконтирования денежных потоков, сделав скидку на неконтрольный пакет (20–25%).
3. Стоимость неконтрольного пакета акций (или одной акции) для закрытого акционерного общества или неконтрольных долей других предприятий, акции которых не продаются на открытых фондовых рынках, определяется методом рынка капитала с вычетом скидки на недостаточную ликвидность активов предприятия (30–40%), а также методом сделок, дисконтированных денежных потоков, накопления активов, с учетом скидок на неконтрольный характер пакета (20–25%) и на недостаточную ликвидность активов (30–40%).

В качестве примера рассмотрим оценку «закрытой компании» «Самаранефтегаз».

Пример 2. Оценка стоимости «закрытой компании».

Под термином «закрытая компания» авторы статьи¹ имеют в виду компанию, которая находится в собственности сравнительно узкого (ограниченного) круга акционеров и не принадлежит к числу публичных, т. е. ее акции не продаются на биржах или внебиржевом рынке либо сделки с акциями носят единичный характер.

Оценивается ОАО «Самаранефтегаз», входящая в состав НК «ЮКОС».

¹ Козлов А., Салун В. Сколько стоит «закрытая» компания? // Рынок ценных бумаг. 1999. № 16 (151). С. 50–55.

В настоящий момент уставный капитал общества, составляющий 3 763 885 руб., разделен на 28 275 250 обыкновенных именных акций и 9 363 600 привилегированных именных акций типа А с одинаковой номинальной стоимостью 0,1 руб. каждая.

ОАО «Самаранефтегаз» имеет очень «зрелую» ресурсную базу: выработанность месторождений достигла 80%, а обводненность — 83%; дебиты скважин снизились до менее 10 т/сут, возросла частота прорывов трубопроводов; однако 80% запасов относятся к продуктивным по сравнению со средним значением по отрасли — 62%.

Основными видами деятельности ОАО являются: добыча газа, нефти и их переработка; разработка нефтяных месторождений; обустройство месторождений; геолого-поисковые работы; осуществление внешнеэкономической деятельности.

Наиболее важным видом деятельности является добыча нефти и газа. Общий объем добычи нефти ОАО «Самаранефтегаз» в 1998 г. составил 8,16 млн т, или 2,8% от общего объема производства нефти по РФ. Весь объем нефти подлежит продаже ОАО НК «ЮКОС».

Планы компании на 1999 г. предусматривают добычу 7238 тыс. т нефти при себестоимости 168,18 руб. за 1 т. Для выполнения установленного уровня добычи ОАО планирует провести следующие мероприятия:

- осуществить 32,15 тыс. м эксплуатационного бурения, ввести в эксплуатацию 20 новых скважин, обеспечив добычу из них 61,7 тыс. т нефти;
- осуществить 15,0 тыс. м поискового бурения;
- осуществить 34,0 тыс. м структурного бурения;
- ввести в эксплуатацию 59 скважин из бездействия, обеспечив добычу из них 35,4 тыс. т нефти.

Оценка акций на основании определения стоимости запасов

Стоимость акций ОАО «Самаранефтегаз» оценивалась международными организациями, специализирующимися в области аудита запасов нефтегазодобывающих компаний, в частности *Salomon Brothers Inc.* и *Miller and Lents Ltd.*

Оценка *Salomon Brothers Inc.* (была выполнена по состоянию на 1 января 1996 г.) учитывала запасы категории ABC1 и основывалась на общепринятой для оценки стоимости запасов методике дисконтированных денежных потоков. Данная методика предполагает построение операционной модели деятельности компании на 20-летний период с учетом освоения запасов указанных категорий и определение общей капитализации компании. Согласно этой оценке, выявленная стоимость одной акции ОАО «Самаранефтегаз» составляла на тот период \$13,22 при использованной ставке дисконтирования 30%.

Оценка *Miller and Lents Ltd.* была выполнена по аналогичной методике для тех же категорий запасов по состоянию на 1 января 1998 г. Согласно полученным в данной работе результатам, общая капитализация ОАО «Самаранефтегаз» при ставке дисконтирования 25% составляла \$855,4 млн, т. е. выявленная стоимость одной акции равнялась \$22,7.

Оценка акций на основании анализа российского фондового рынка

Указанные выше исследования стоимости акций ОАО были выполнены задолго до августовского кризиса 1998 г. на российском финансовом и фондовом рынках и, что не менее важно, в период подъема мировых цен на нефть. Поэтому авторы предприняли попытку проанализировать ситуацию со стоимостью акций компа-

нии по данным торгов в РТС в период с сентября по декабрь 1998 г. включительно. Однако за указанный период в РТС была зафиксирована единственная сделка с акциями компании ОАО «Самаранефтегаз» по цене \$0,2 за акцию на сумму \$736.

Понятно, что единичная сделка не позволяет адекватно оценить общую стоимость компании. Поэтому авторы проанализировали вероятную стоимость акций компании по ее запасам категории АВС1 и годовой добыче нефти с применением мультипликаторов «капитализация/запасы» и «капитализация/добыча», а также с помощью мультипликаторов, характеризующих финансовые результаты деятельности компании и ее имущественный комплекс.

Для определения этих мультипликаторов использовались данные о запасах категории АВС1 и годовых объемах добычи нефти российскими нефтедобывающими компаниями в 1998 г. (эти данные приведены в обзоре «Российская нефтяная промышленность в 1998 г.», представленном в Интернете на странице «Нефтегазовая вертикаль»), данные бухгалтерской отчетности нефтедобывающих компаний за 1998 г. (формы № 1 и 2), а также данные об итогах торгов акциями российских нефтедобывающих компаний в РТС за период сентябрь–декабрь 1998 г. При этом в качестве аналогов компании ОАО «Самаранефтегаз» для определения мультипликаторов рассматривались именно нефтедобывающие компании, а не вертикально интегрированные нефтяные компании.

В указанный период активные торги проводились лишь по акциям двух российских компаний: ОАО «Сургутнефтегаз» и «Татнефтегаз». Рассчитанные величины мультипликаторов позволили определить вероятный диапазон значений общей капитализации компании «Самаранефтегаз» и соответственно диапазон значений стоимости ее акций (табл. 6.3, 6.4). Предварительный анализ показал, что наиболее вероятный интервал значений стоимости одной акции компании — \$0,53–8,41.

Применение **метода рынка капитала** предусматривает использование информации по открытым компаниям, акции которых котируются на фондовом рынке,

Таблица 6.3. Определение мультипликаторов по данным о компаниях ОАО «Сургутнефтегаз» и ОАО «Татнефть» на 1 января 1999 г.

Показатель	ОАО «Сургутнефтегаз»	ОАО «Татнефть»
Капитализация, \$млн	1363,57	227,28
Запасы категории АВС1, млн т	1357,70	633,95
Годовой объем добычи нефти, млн т	35171,40	24439,60
Годовой объем реализации, \$млн	2627,15	1726,81
Балансовая прибыль, \$млн	619,42	–
Суммарные активы, \$млн	4505,81	2347,41
Балансовый капитал, \$млн	4128,03	640,23
Капитализация/запасы	1,01	0,36
Капитализация/добыча	0,04	0,01
Капитализация/годовой объем реализации	0,52	0,13
Капитализация/балансовая прибыль	2,20	–
Капитализация/суммарные активы	0,30	0,10
Капитализация/балансовый капитал	0,33	0,36

Примечание. В 1998 г. компания ОАО «Татнефть» имела убытки, поэтому здесь и в табл. 6.4 данный мультипликатор не использован в расчетах.

Таблица 6.4. Определение стоимости акций ОАО «Самаранефтегаз» с помощью мультипликаторов

Показатель	ОАО «Самаранефтегаз». Исходные данные	Мульти- пликаторы		Капитализация, \$млн		Стоимость акции, \$/акция	
		ОАО «Сургут- нефтегаз»	ОАО «Татнефть»	ОАО «Сургут- нефтегаз»	ОАО «Татнефть»	Аналог ОАО «Сургут- нефтегаз»	Аналог ОАО «Татнефть»
Запасы категории ABC1, млн т	269,02	1,01	0,36	270,79	96,45	7,19	2,56
Годовой объем добычи нефти, млн т	8160,50	0,04	0,01	316,38	75,89	8,41	2,02
Годовой объем реализации, \$млн	252,58	0,52	0,13	131,10	32,24	3,48	0,88
Балансовая прибыль, \$млн	9,11	2,20	–	20,05	–	0,53	–
Суммарные активы, \$млн	622,54	0,30	0,10	188,40	60,28	5,01	1,60
Балансовый капитал, \$млн	255,65	0,33	0,36	84,45	90,76	2,24	2,41

в качестве ориентира при оценке компаний, по которым нет информации о рыночных котировках акций.

При отборе компаний-аналогов авторы использовали следующие критерии сопоставимости:

- компания принадлежит к нефтегазодобывающей отрасли;
- существует активный открытый рынок акций;
- компания не вовлечена в переговоры или в фактический процесс поглощения другими компаниями, поскольку обычно это влияет на нормальную продажную цену неконтрольного пакета акций;
- компания сопоставима с оцениваемой компанией по структуре капитала.

Поскольку в настоящий момент информации для проведения сравнительного анализа по российским нефтедобывающим компаниям недостаточно, авторы расширили рамки поиска на мировой фондовый рынок.

При поиске финансовой информации по отраслевым зарубежным сопоставимым компаниям были использованы прямые (*on-line*) каналы информационного агентства *Reuters* и информационно-поисковая система *Reuters Business Briefing*. В результате поиска были отобраны 123 отраслевые компании. Полученная информация по данным компаниям включала описание компаний, основные ценовые характеристики акций, балансовые отчеты, отчеты о прибылях и убытках, отчеты о движении денежных средств и другие экономические показатели.

При выборе применяемого мультипликатора одним из критериев является минимальная дисперсия для рассчитанных коэффициентов. Но так как отобранные

компания-аналог функционируют в условиях различных систем налогообложения и правил ведения бухгалтерского учета и финансовой отчетности, что в большей степени определяет величину показателей прибыли, то основное внимание было уделено показателям валовой выручки и накопленных суммарных активов.

Для всех сопоставимых компаний по известным данным их рыночной капитализации были рассчитаны мультипликаторы, учитывающие показатели как доходности (цена/годовая выручка), так и накопленных суммарных активов (цена/суммарные активы). Рассчитанные мультипликаторы были скорректированы на величину странового риска.

Анализ полученных результатов показал, что медианные значения оценочных мультипликаторов (цена/годовая выручка) и (цена/суммарные активы) равны соответственно 0,87 и 0,39.

Для определения итоговых величин оценочных мультипликаторов был проведен сравнительный финансовый анализ деятельности оцениваемого предприятия и сопоставимых компаний с целью определения места оцениваемой компании в отрасли. Результаты анализа свидетельствуют о том, что большинство основных показателей деятельности оцениваемой компании хуже среднеотраслевых значений. В связи с этим к оценочным мультипликаторам была введена дополнительная поправка, а именно они были уменьшены на 20%. Таким образом, итоговые значения мультипликаторов (цена/годовая выручка) и (цена/суммарные активы), скорректированные на положение предприятия в отрасли, оказались равны соответственно 0,69 и 0,31.

Произведение мультипликатора, скорректированного на страновой риск и положение компании в отрасли, на соответствующий показатель оцениваемой компании даст величину стоимости 100% миноритарного пакета акций.

Таким образом, стоимость компании, рассчитанная по мультипликатору (цена/годовая выручка), равна \$175 327 204, а стоимость компании, рассчитанная по мультипликатору (цена/суммарные активы), составляет \$195 777 991.

К полученной величине предварительной стоимости обычно делаются поправки, учитывающие наличие избыточных и неоперационных активов и избыток (дефицит) собственного оборотного капитала. Но в данном случае такая поправка не вводилась ввиду недостаточности информации. Данная поправка может существенно увеличить стоимость компании (до 70–80%), если учитывать специфику и уникальность опыта, связей, стоимость нематериальных активов и т. п.

При определении величины избытка (дефицита) собственного оборотного капитала авторы проанализировали данные по величинам собственного оборотного капитала сопоставимых компаний за год, предшествующий дате оценки. Для этого были рассчитаны среднее и медианное значения данного показателя в процентах от валовой выручки. Среднее значение собственного оборотного капитала для сопоставимых компаний равно 7,61% от валовой выручки, а медианное – 1,74% от валовой выручки. Для ОАО «Самаранефтегаз» на момент оценки (1 января 1999 г.) собственный оборотный капитал составляет 53,93% от валовой выручки. Таким образом, дефицит собственного оборотного капитала составляет –61,54% по среднему значению и –55,67% по медианному значению, или, в абсолютном выражении, соответственно \$155 436 714 и \$140 610 365.

Корректируя величину предварительной стоимости на поправку, определенную выше, получили значение итоговой стоимости оцениваемого актива (табл. 6.5).

Таблица 6.5. Итоговая стоимость оцениваемого актива

ОАО «Самаранефтегаз»	Предварительная стоимость	Итоговая стоимость
Предварительная стоимость, \$	175327204	19577991
Среднее значение предварительной стоимости, \$	185552597	
Дефицит собственного оборотного капитала (по среднему значению/по медиане), \$	155436714	140610365
Итоговая стоимость 100% миноритарного пакета акций (37638850 шт), \$	30115883	44942232
Итоговая стоимость одной акции, \$	0,8	1,19

Кроме метода рынка капитала авторы для определения стоимости бизнеса использовали доходный подход и **метод капитализации прибыли**. Согласно данному подходу, стоимость действующего предприятия определяется по формуле:

$$V = E/R,$$

где V — стоимость бизнеса действующего предприятия; E — годовая прибыль; R — коэффициент капитализации.

Авторы сочли возможным применить данный метод, несмотря на неустойчивое состояние экономики, исходя из следующих соображений:

- компания принадлежит отрасли, продукция которой жизненно необходима, во-первых, как один из важнейших энергоносителей, во-вторых, как источник поступления «живых» денег за счет экспорта;
- наметившееся в экономике оживление дает основание полагать, что в следующие периоды динамика развития компании не будет отрицательной.

В качестве капитализируемой величины прибыли выбрана прибыль последнего отчетного года до уплаты налогов. Ставка дисконта определена по модели цены капитальных активов (САРМ) и составила 25%. Коэффициент капитализации для предприятия обычно выводится из ставки дисконта, корректировка которой зависит от ожидаемых темпов экономического роста. По прогнозам некоторых экспертов, долгосрочные темпы общеэкономического роста на несколько будущих лет составят 2–4%; в то же время некоторые отраслевые аналитики предсказывают снижение объемов производства в нефтяном комплексе, а другие — стабилизацию. Авторы исходили из предположения об отсутствии роста, а потому коэффициент капитализации равен ставке дисконта.

Пересчитанная по среднегодовому курсу американского доллара балансовая прибыль составила \$9107 тыс. Таким образом, стоимость 100% миноритарного пакета акций ОАО «Самаранефтегаз» составляет \$36 429 тыс. и соответственно стоимость одной акции равна \$0,97.

В целях полноты оценки и максимизации точности ее результатов авторы применили **метод накопления активов** для оценки стоимости одной акции ОАО «Самаранефтегаз».

Расчет стоимости чистых активов ОАО проводился в соответствии с общепринятой методологией. За основу анализа был принят бухгалтерский баланс на дату оценки (1 января 1999 г.). Порядок расчета стоимости чистых активов акционерных обществ регламентируется совместным Приказом Минфина РФ № 71 и ФКЦБ РФ № 149 от 5 августа 1996 г. «О порядке оценки стоимости чистых активов акционерных обществ».

Баланс ОАО «Самаранефтегаз» приведен в табл. 6.6.

Таблица 6.6. Баланс ОАО «Самаранефтегаз»

Позиция	На 1 января 1999 г., тыс. руб.	Коэффициент пересчета по результатам финансового анализа	Уточненная стоимость, тыс. руб.
Актив			
Нематериальные активы	11679	1,0	11679
Основные средства	5635185	0,6	3381111
Незавершенное строительство	564594	0,6	338756
Долгосрочные финансовые вложения	341020	0,6	204612
Прочие внеоборотные активы	0	1,0	0
Запасы	439144	0,8	351315
Дебиторская задолженность	716442	0,8	573154
Краткосрочные финансовые вложения	3391880	0,7	2374316
Денежные средства	1769	1,0	1769
Прочие оборотные активы	0	1,0	0
Итого активов	11101713		7236712
Пассив			
Целевые финансирование и поступления	42734		42734
Заемные средства	56710		56710
Кредиторская задолженность	6011841		6011841
Расчеты по дивидендам	0		0
Резервы предстоящих расходов и платежей	27		27
Прочие краткосрочные пассивы	0		0
Итого пассивов	6111312		6111312
Стоимость чистых активов	4990401		1125400
Стоимость чистых активов, \$тыс.			54499
Стоимость 100% миноритарного пакета акций, \$тыс.*			38149
Количество обыкновенных акций			28275250
Количество привилегированных акций			9363600
Общее количество акций			37638850
Стоимость одной акции, \$			1,01
* При определении стоимости одной акции необходимо учитывать скидку на неконтрольный характер, которая, согласно международной практике, составляет 30%.			

В результате применения всех вышеупомянутых подходов к оценке авторы пришли к заключению, что рыночная стоимость акции ОАО «Самаранефтегаз» находится в пределах от \$0,9 до \$1,1.

6.4. Пример оценки бизнеса сравнительным подходом

Продолжим пример с оценкой ОАО «Х». При оценке акций ОАО «Х» сравнительным подходом была использована информация, находящаяся в открытом доступе. Был использован метод рынка капитала (компаний-аналогов).

В качестве компаний-аналогов выбраны:

Россия — Бал, Сан; развивающиеся рынки — Гру, Ам, Фем, Анад; развитые рынки — Анхе, Кирин, Карл, Адольф, Олви.

Существенным отличием между ОАО «Х» и перечисленными компаниями-аналогами является рыночная капитализация компаний-аналогов (табл. 6.7, 6.8).

В табл. 6.9 произведен расчет мультипликаторов: P/E (капитализация/чистая прибыль); $EV/EBITDA$ (капитализация + долг/прибыль до уплаты процентов по обслуживанию долгосрочной задолженности, вычета амортизации и разницы по обесценению активов); $EV/Sales$ (капитализация + долг/выручка).

Обоснование применения выбранных мультипликаторов

1. Мультипликатор $EV/Sales$ отражает связь выручки от реализации и рыночной стоимости всего инвестированного капитала. Выручку от реализации генерирует весь капитал компании, следовательно, рыночная его оценка может зависеть от величины выручки. Таким образом, инвестиционная привлекательность и рыночная стоимость инвестированного капитала зависят от выручки компаний-аналогов. Величина мультипликатора $EV/Sales$ может дать достаточно достоверное значение рыночной стоимости компании.
2. Показатель $EV/EBITDA$ выбран по соображениям достоверности отражения им различия обслуживания собственного капитала и заемного капитала компании. Данный мультипликатор является одним из классических мультипликаторов и наиболее справедливо отражает стоимость всего инвестированного капитала компании.
3. Показатель P/E наиболее справедлив для собственного капитала компании, поскольку он отражает доход, приходящийся на одну акцию собственного акционерного капитала компании.

В табл. 6.10 представлен расчет стоимости компании и собственного капитала на основе сопоставления с российскими компаниями, компаниями на развивающихся и развитых рынках.

Итоговая средневзвешенная стоимость собственного капитала представлена в табл. 6.11.

Наибольший вес при определении стоимости собственного капитала сравнительным подходом присвоен значению стоимости, определенной на основе сопоставления с компаниями, осуществляющими свою деятельность на развивающихся рынках, в связи с тем, что российский рынок и развивающиеся рынки имеют схожие условия функционирования, а также в связи с тем, что российский рынок представлен меньшим количеством компаний-аналогов.

Таблица 6.7. Финансовая информация по компаниям-аналогам
(за 9 месяцев 2004 г., \$млн)

Наименование компании	Выручка	ЕБИТДА	Чистая прибыль	Долг
Россия				
Бал	707,60	213,90	117,60	65,70
Сан	690,38	151,67	33,45	108,71
Развивающиеся рынки				
Гру	2941,69	988,97	513,47	0
Ам	2524,69	930,19	236,14	2887,25
Фем	1518,98	472,99	124,20	360,52
Анад	758,62	261,97	122,20	62,40
Развитые рынки				
Анхе	11567,10	3584,20	1907,80	8272,40
Кирин	11233,90	868,76	371,61	4258,92
Карл	4455,65	502,75	98,28	3573,94
Адольф	3178,50	459,50	152,90	920,30
Олви	122,39	10,70	5,16	40,77

Таблица 6.8. Капитализация компаний-аналогов*

Наименование компании	Цена за одну акцию, \$	Дата сделки	Количество акций	Капитализация, \$млн
Россия				
Бал	14,65	01.10.2004	127642276	1869,96
Сан	13,48	01.10.2004	116573805	1571,04
Развивающиеся рынки				
Гру	2Ю51	01.10.2004	3251759632	8158,91
Ам	22,80	01.10.2004	375320000	8557,30
Фем	44,72	01.10.2004	105950000	4738,08
Анад	0,012	01.10.2004	112867818000	1403,62
Развитые рынки				
Анхе	50,48	01.10.2004	790068368	39882,65
Кирин	8,94	01.10.2004	966050000	8636,49
Карл	42,47	01.10.2004	60862000	2584,96
Адольф	67,75	01.10.2004	37430000	2535,88
Олви	14,55	01.10.2004	4995202	72,70

* Капитализация рассчитывалась исходя из информации о последней сделке на фондовом рынке на дату оценки.

Таблица 6.9. Расчет мультипликаторов

Наименование компании	Капитализация, \$млн	EV, \$млн	P/E	EV/ЕВITDA	EV/Sales
Россия					
Бал	1869,96	1935,66	16,46	9,05	2,74
Сан	1571,04	1679,75	50,22	11,07	2,43
Развивающиеся рынки					
Гру	8158,91	8159,91	15,89	8,25	2,77
Ам	8557,30	11444,55	48,46	12,30	4,53
Фем	4738,08	5098,60	41,05	10,78	3,36
Анад	1403,62	1466,02	12,00	5,60	1,93
Развитые рынки					
Анхе	39882,65	48155,05	25,24	13,44	4,16
Кирин	8636,49	12895,41	34,70	14,84	1,15
Карл	2584,96	6158,90	62,67	12,25	1,38
Адольф	2535,88	3456,18	22,60	7,52	1,09
Олви	72,70	113,48	22,00	10,61	0,93

Таблица 6.10. Расчет стоимости компании и собственного капитала в сопоставлении с компаниями на различных рынках за 9 месяцев 2004 г., \$млн

Показатели	Сопоставление											
	с российскими компаниями				с компаниями на развивающихся рынках				с компаниями на развитых рынках			
	Выручка	ЕВITDA	Чистая прибыль	Долг	Выручка	ЕВITDA	Чистая прибыль	Долг	Выручка	ЕВITDA	Чистая прибыль	Долг
Показатель деятельности компании	14,25	4,53	1,21	5,04	14,25	4,53	1,21	5,04	14,25	4,53	1,21	5,04
Среднее значение мультипликатора	2,58	10,06	33,34		3,15	9,23	29,35		1,95	12,01	36,30	
Рыночная стоимость СК	31,80	40,51	40,44		39,85	36,76	35,60		22,69	49,34	44,04	
Рыночная стоимость EV	36,84	45,55	40,44		44,89	41,79	35,60		27,73	54,38	44,04	
Вес показателя СК, %	50	20	30		50	20	30		50	20	30	
Вес показателя EV, %	50	20	30		50	20	30		50	20	30	
Взвешенный показатель СК	15,90	8,10	12,13		19,92	7,35	10,68		11,34	9,87	13,21	
Взвешенный показатель EV	18,42	9,11	12,13		22,44	8,36	10,68		13,86	10,88	13,21	
Средневзвешенная стоимость собственного капитала	36,14				37,96				34,42			
Средневзвешенная стоимость EV	39,66				41,48				37,95			

Таблица 6.11. Итоговая средневзвешенная стоимость собственного капитала в рамках сравнительного подхода

Рынки акций	Стоимость собственного капитала, \$тыс.	Вес стоимости на разных рынках, %
Российский	36136	25
Развивающиеся	37958	50
Развитые	34425	25
Рассчитанная стоимость, \$тыс.	36619	
Рассчитанная стоимость, тыс. руб.	1070090	

Контрольные вопросы

1. Дайте характеристику методам оценки бизнеса в составе сравнительного подхода.
2. В чем суть метода отраслевых коэффициентов (мультипликаторов)?
3. Назовите основные мультипликаторы и охарактеризуйте их.

Глава 7

Доходный подход в оценке бизнеса

В данной главе рассмотрены методы доходного подхода и приведен пример оценки бизнеса доходным подходом.

7.1. Метод дисконтирования денежных потоков

Это метод определения капитализированной стоимости доходов, при котором последовательно каждый доход или группа доходов со своими ставками дисконтирования приводится к величине, равной сумме их текущих стоимостей. Таким образом, данный метод можно еще назвать методом последовательного дисконтирования.

В соответствии с этим методом при определении стоимости предприятия оценщик должен решить две задачи: проанализировать и спрогнозировать будущие потоки денежных доходов с точки зрения их структуры, величины, времени и частоты их поступлений и определить ставки, по которым их необходимо дисконтировать.

Метод дисконтированных денежных потоков используется в следующих случаях:

- ожидается, что будущие уровни денежных потоков будут существенно отличаться от текущих;
- можно обоснованно оценить будущие денежные потоки от эксплуатации недвижимости;
- объект строится или только что построен;
- предприятие представляет собой крупный многофункциональный коммерческий объект;
- потоки доходов и расходов носят сезонный характер.

На практике, как правило, данный метод используется и дает хорошие результаты для больших коммерческих объектов типа гостиниц, пароходов и т. п.

С теоретической точки зрения метод дисконтирования денежных доходов самый лучший, однако он весьма трудоемок. Есть оценки, которые в принципе невозможно осуществлять без использования этого метода, — это разработка и оценка инвестиционных проектов.

Основные этапы оценки предприятия методом дисконтированных денежных потоков:

1. Выбор модели денежного потока.
2. Определение длительности прогнозного периода.
3. Ретроспективный анализ и прогноз валовой выручки от реализации.
4. Анализ и прогноз расходов.

5. Анализ и прогноз инвестиций.
6. Расчет величины денежного потока для каждого года прогнозного периода.
7. Определение ставки дисконта.
8. Расчет величины стоимости в постпрогнозный период.
9. Расчет текущих стоимостей будущих денежных потоков и стоимости в постпрогнозный период.
10. Внесение итоговых поправок.

7.1.1. Выбор модели денежного потока

При оценке бизнеса мы можем применять одну из двух моделей денежного потока: денежный поток для собственного капитала или денежный поток для всего инвестированного капитала. В табл. 7.1 показано, как рассчитывается денежный поток для собственного капитала. Применяя эту модель, рассчитывается рыночная стоимость собственного (акционерного) капитала предприятия.

Таблица 7.1. Расчет денежного потока для собственного капитала

	Чистая прибыль после уплаты налогов
плюс	амортизационные отчисления
плюс (минус)	уменьшение (прирост) собственного оборотного капитала
плюс (минус)	уменьшение (прирост) инвестиций в основные средства
плюс (минус)	прирост (уменьшение) долгосрочной задолженности
итога	денежный поток

Применяя модель денежного потока для всего инвестированного капитала, мы условно не различаем собственный и заемный капитал предприятия и считаем совокупный денежный поток. Исходя из этого, мы прибавляем к денежному потоку выплаты процентов по задолженности, которые ранее были вычтены при расчете чистой прибыли. Поскольку проценты по задолженности вычитались из прибыли до уплаты налогов, возвращая их назад, следует уменьшить их сумму на величину налога на прибыль. Итогом расчета по этой модели является рыночная стоимость всего инвестированного капитала предприятия.

В обеих моделях денежный поток может быть рассчитан как в текущих ценах, так и с учетом фактора инфляции.

Если расчет ведется в ценах t_0 года (постоянные или реальные цены) и известны годовые индексы инфляции $I_{t/t-1}$, то

$$CF_{\text{ном}t} = CF_{\text{реал}t} \times I_{t/t_0},$$

где $I_{t/t_0} = I_{t/t-1} \times I_{t-1/t-2} \dots \times I_{t_0+1/t_0}$; $CF_{\text{ном}t}$, $CF_{\text{реал}t}$ — соответственно номинальный и реальный t -й элемент денежного потока.

Целесообразно учесть, что инфляция различна не только по годам, но и по секторам экономики. Если $I_{t/t-1}^{(\text{тов})}$ — индексы роста цен на основной товар (услугу) оцениваемой фирмы, $I_{t/t-1}^{(\text{изд})}$ — индексы издержек, то индекс изменения чистой прибыли вследствие инфляции определяется из соотношения:

$$I_{t/t-1}^{(\text{приб})} = \frac{V_0 I_{t/t_0}^{(\text{тов})} - S_0 I_{t/t_0}^{(\text{изд})}}{V_0 - S_0},$$

где V_0, S_0 — выручка и издержки базового периода. Аналогично можно подсчитать инфляционную составляющую других элементов денежного потока.

7.1.2. Определение длительности прогнозного периода

Согласно методу дисконтирования денежных потоков стоимость предприятия основывается на будущих, а не на прошлых денежных потоках. Поэтому задачей оценщика является выработка прогноза денежного потока на какой-то будущий временной период начиная с текущего года. В качестве прогнозного берется период, продолжающийся до тех пор, пока темпы роста компании не стабилизируются (предполагается, что в постпрогнозный период должны иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечный поток доходов).

С одной стороны, чем длиннее прогнозный период, тем больше число наблюдений и тем более обоснованным с математической точки зрения выглядит итоговая величина текущей стоимости предприятия. С другой стороны, чем длительнее прогнозный период, тем сложнее прогнозировать конкретные величины выручки, расходов, темпов инфляции, потоков денежных средств. В странах с рыночной экономикой прогнозный период составляет 5–10 лет, в странах с переходной экономикой допустимо сокращение прогнозного периода до 3 лет.

7.1.3. Ретроспективный анализ и прогноз валовой выручки от реализации

Следует придерживаться общего правила, гласящего, что прогноз валовой выручки должен быть логически совместим с ретроспективными показателями деятельности предприятия и отрасли в целом. Оценки, основанные на прогнозах, которые заметно расходятся с историческими тенденциями, представляются неточными.

Анализ валовой выручки и ее прогноз требуют детального рассмотрения и учета целого ряда факторов, среди которых: номенклатура выпускаемой продукции; объемы производства и цены на продукцию; ретроспективные темпы роста предприятия; спрос на продукцию; темпы инфляции; имеющиеся производственные мощности; перспективы и возможные последствия капитальных вложений; общая ситуация в экономике, определяющая перспективы спроса; ситуация в конкретной отрасли с учетом существующего уровня конкуренции; доля оцениваемого предприятия на рынке; долгосрочные темпы роста в послепрогнозный период; планы менеджера данного предприятия.

По западным стандартам, прогноз целесообразно выполнять на 5 лет. За этот период во многих отраслях бизнеса может обновиться номенклатура товара и услуг. Поэтому маркетинговые исследования могут содержать условия, в том числе инвестиции, необходимые для обеспечения прогнозного уровня выручки.

Качество прогноза существенно возрастает, если будут оценены вероятностные характеристики, соответствующие определенной выручке.

7.1.4. Анализ и прогноз расходов

На данном этапе оценщик должен:

- учесть ретроспективные взаимозависимости и тенденции;
- изучить структуру расходов, особенно соотношение постоянных и переменных издержек;

- оценить инфляционные ожидания для каждой категории издержек;
- изучить единовременные и чрезвычайные статьи расходов, которые могут фигурировать в финансовой отчетности за прошлые годы, но в будущем не встретятся;
- определить амортизационные отчисления исходя из нынешнего наличия активов и из будущего их прироста и выбытия;
- рассчитать затраты на выплату процентов на основе прогнозируемых уровней задолженности;
- сравнить прогнозируемые расходы с соответствующими показателями для предприятий-конкурентов или с аналогичными среднеотраслевыми показателями.

Оценщики западных фирм производят следующую корректировку отчетов о прибылях и убытках, которая может быть полезна и российским оценщикам¹:

- 1) если предприятие получило оборудование в лизинг, то в состав лизинговой платы включается некоторая сумма выкупа. Она должна быть исключена из затрат (соответственно возрастет прибыль), так как по своей сути эти затраты аналогичны инвестициям в основной капитал;
- 2) по статьям расходов на ремонт предприятия производят иногда приобретения капитального характера (пристройка нового крыла к зданию под видом ремонта и др.). Тем самым предпринимается попытка снижения доходов в целях уменьшения налогооблагаемой прибыли и налога на имущество;
- 3) если капитальные активы отнесены на текущие расходы, то в дальнейшем прибыль завышается, так как по ним не начисляются амортизационные расходы;
- 4) если собственник оцениваемой фирмы является и ее директором, то издержки и доход нужно определять, оценив обоснованность заработной платы директора;
- 5) к числу нетипичных расходов, подлежащих исключению из сметы при подготовке данных для оценки, относятся значительные разовые премии руководителям, списываемые на разработки, комиссионные или выплачиваемые за покупку ноу-хау.

В составе затрат особо выделяются амортизационные отчисления. Учитывается рост амортизационных отчислений, если в прогнозном периоде предполагается ввод в действие нового амортизируемого имущества, или их снижение, если подобное имущество ликвидируется.

При использовании денежного потока для всего инвестиционного капитала проценты за кредит исключаются из состава издержек. При использовании денежного потока для собственного капитала проценты по кредитам корректируются в зависимости от изменений величины долгосрочной задолженности.

Главным в отношении производственных издержек является разумная экономия. Если она систематически достигается без ущерба для качества, продукция предприятия остается конкурентоспособной.

¹ Десменд Г. М., Келли Р. Э. Руководство по оценке бизнеса. М., 1996.

Для оценки бизнеса важны две классификации издержек. Первая — классификация издержек на постоянные и переменные. Данная классификация используется прежде всего при проведении анализа безубыточности, а также для оптимизации структуры выпускаемой продукции. Вторая — классификация издержек на прямые и косвенные; применяется для отнесения издержек на определенный вид продукции.

7.1.5. Анализ и прогноз инвестиций

Данный этап метода дисконтирования денежных потоков включает:

- определение излишка или недостатка чистого оборотного капитала компании. Излишек увеличивает рыночную стоимость компании, а недостаток должен быть восполнен, поэтому он уменьшает рыночную стоимость;
- анализ капитальных вложений с целью замены основного капитала по мере его износа и расширения производственных мощностей;
- расчет изменения (увеличения или уменьшения) долгосрочной задолженности (для модели денежного потока, приносимого собственным капиталом).

7.1.6. Расчет величины денежного потока для каждого года прогнозного периода

Расчет денежного потока по годам прогнозного периода производится по результатам предыдущих этапов. Более реален прогноз денежного потока для собственного капитала. При прогнозе денежного потока, как правило, не применяются методы экстраполяции, так как величины денежного потока зависят от инвестиций, а последние не подчиняются какой-либо априорной модели. Нужно вести расчеты элементов денежного потока по годам прогнозного периода на основании данных о выручке, издержках и инвестициях.

Существуют два основных метода расчета величины потока денежных средств: косвенный и прямой. **Косвенный метод** анализирует движение денежных средств по направлениям деятельности. Он наглядно демонстрирует использование прибыли и инвестирование денежных средств. **Прямой метод** основан на анализе движения денежных средств по статьям прихода и расхода, т. е. по бухгалтерским счетам.

7.1.7. Определение ставки дисконта

С технической, т. е. математической, точки зрения ставка дисконта — это процентная ставка, используемая для пересчета будущих потоков доходов в единую величину текущей (сегодняшней) стоимости, являющуюся базой для определения рыночной стоимости бизнеса. В экономическом смысле в роли ставки дисконта выступает требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования, или — это требуемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки.

Ставка дисконта, или стоимость привлечения капитала, должна рассчитываться с учетом трех факторов:

- 1) наличия у многих предприятий различных источников привлекаемого капитала, которые требуют разных уровней компенсации;
- 2) необходимости учета для инвесторов стоимости денег во времени;

3) фактора риска или степени вероятности получения ожидаемых в будущем доходов.

Существуют различные методики определения ставки дисконта, наиболее распространенными из которых являются:

- для денежного потока для собственного капитала модель оценки капитальных активов (CAPM – Capital Asset Pricing Model) и метод кумулятивного построения;
- для денежного потока для всего инвестированного капитала модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC – Weighted Average Cost of Capital).

Расчет ставки дисконта зависит от того, какой тип денежного потока используется для оценки в качестве базы. Для денежного потока для собственного капитала применяется ставка дисконта, равная требуемой собственником ставке отдачи на вложенный капитал; для денежного потока для всего инвестированного капитала применяется ставка дисконта, равная сумме взвешенных ставок отдачи на собственный капитал и заемные средства (ставка отдачи на заемные средства является процентной ставкой банка по кредитам), где в качестве весов выступают доли заемных и собственных средств в структуре капитала. Такая ставка дисконта называется *средневзвешенной стоимостью капитала* и рассчитывается по формуле:

$$WACC = k_d(1 - t_c)w_d + k_p w_p + k_s w_s,$$

где k_d – стоимость привлечения заемного капитала; t_c – ставка налога на прибыль предприятия; k_p – стоимость привлечения акционерного капитала (привилегированные акции); k_s – стоимость привлечения акционерного капитала (обыкновенные акции); w_d – доля заемного капитала в структуре капитала предприятия; w_p – доля привилегированных акций в структуре капитала предприятия; w_s – доля обыкновенных акций в структуре капитала предприятия.

Пример 1. Рыночная стоимость обыкновенных акций предприятия составляет \$450 000, привилегированных акций – \$120 000, а общий заемный капитал – \$200 000. Стоимость собственного капитала равна 14%, привилегированных акций – 10%, а облигаций предприятия – 9%. Необходимо определить взвешенную среднюю стоимость капитала компании при ставке налога на прибыль $t = 30\%$.

Вычислим сначала доли каждой компоненты капитала.

$$\begin{aligned} w_d &= 200\,000 : 770\,000 = 25,97\%; \\ w_p &= 120\,000 : 770\,000 = 15,58\%; \\ w_s &= 450\,000 : 770\,000 = 58,45\%. \end{aligned}$$

Определяем взвешенную среднюю стоимость капитала (табл. 7.2).

Таблица 7.2. Определение взвешенной средней стоимости капитала

Вид	Стоимость	Доля	Взвешенная стоимость
Заемный капитал	9%	0,2597	1,636
Привилегированные акции	10%	0,1558	1,558
Обыкновенные акции	14%	0,5845	8,183
Взвешенная средняя стоимость капитала 11,377%			

В соответствии с моделью оценки капитальных активов *SAPM* ставка дисконта находится по формуле:

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C,$$

где R — требуемая инвестором ставка дохода (на собственный капитал); R_f — безрисковая ставка дохода; β — коэффициент бета (является мерой систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране); R_m — общая доходность рынка в целом (среднерыночного портфеля ценных бумаг); S_1 — премия для малых предприятий; S_2 — премия за риск, характерный для отдельной компании; C — страновой риск.

Модель *SAPM* основана на анализе массивов информации фондового рынка, конкретно — изменений доходности свободно обращающихся акций. Применение модели для вывода ставки дисконта закрытых компаний требует внесения дополнительных корректировок.

В качестве безрисковой ставки дохода в мировой практике обычно используется ставка дохода по долгосрочным государственным долговым обязательствам (облигациям или векселям); считается, что государство является самым надежным гарантом по своим обязательствам (вероятность его банкротства практически исключается). Однако, как показывает практика, в условиях России государственные ценные бумаги не воспринимаются как безрисковые. Для определения ставки дисконта в качестве безрисковой может быть принята ставка по вложениям, характеризующимся наименьшим уровнем риска (ставка по валютным депозитам в Сбербанке или других наиболее надежных банках). Можно также основываться на безрисковой ставке для западных компаний, но в этом случае обязательно прибавление странового риска в целях учета реальных условий инвестирования, существующих в России. Для инвестора она представляет собой альтернативную ставку дохода, которая характеризуется практическим отсутствием риска и высокой степенью ликвидности. Безрисковая ставка используется как точка отсчета, к которой привязывается оценка различных видов риска, характеризующих вложения в данное предприятие, на основе чего и выстраивается требуемая ставка дохода.

Коэффициент β представляет собой меру риска. Коэффициент β , оценивающий риски инвестирования в конкретный проект, опираясь на объективные реакции рынка, может быть практически определен как:

- коэффициент $V_{\text{предпр}} / V_{\text{рын}}$, соотносящий за максимально возможный ретроспективный период размах колебаний, в процентах от среднего за период (вариацию от среднего или среднеквадратическое отклонение), курса акций компании, куда вкладываются средства $V_{\text{предпр}}$, с размахом колебаний $V_{\text{рын}}$ курса акций за тот же период в целом по предприятиям всех отраслей национальной экономики (для случая, когда средства инвестируются в открытое акционерное общество с ликвидными или хотя бы котируемыми акциями; при венчурном инвестировании во вновь создаваемое однопродуктовое предприятие такой случай на начальной стадии жизни предприятия нереален);
- коэффициент $V_{\text{анал. предпр}} / V_{\text{рын}}$, соотносящий также за максимально возможный прошлый период размах колебаний (вариацию от среднего или средне-

квадратическое отклонение, в процентах) рыночной стоимости акций (в том числе на внебиржевом рынке) аналогичных предприятий (предприятий с продуктом, являющимся ближайшим аналогом вновь осваиваемому, — включая товары или услуги-заменители) с размахом колебаний $V_{\text{рын}}$ вокруг своего среднего значения за тот же период в целом индекса акций на фондовом рынке.

В мировой практике коэффициенты β обычно рассчитываются путем анализа статистической информации фондового рынка. Эта работа проводится специализированными фирмами. Данные о коэффициентах β публикуются в ряде финансовых справочников и в некоторых периодических изданиях, анализирующих фондовые рынки. В России первой стала публиковать данные о коэффициенте β известная консалтинговая фирма *AK&M*.

Дополнительная премия за **риск вложения в малое предприятие** (S_1) объясняется недостаточной кредитоспособностью (отсутствием достаточных активов для имущественного обеспечения кредитов, которые могут планироваться для финансирования дальнейших капиталовложений по рассматриваемому проекту, а также для покрытия потребности в оборотных средствах и непредвидимых поначалу убытков — следовательно, ненадежностью финансового плана развития малого предприятия) и финансовой неустойчивостью предприятий с небольшим размером уставного капитала. Величина этой премии (уточняемая экспертно) может составлять до 75% от номинальной безрисковой ставки ссудного процента.

То же касается и численной величины премии за риск, характерной для отдельной компании, — S_2 .

Дополнительную **премию за страновой риск** (S) в индивидуальной ставке дисконта следует учитывать независимо от того, является ли инвестор резидентом данной страны или иностранным резидентом. Этот риск для них одинаков. Для иностранных резидентов он будет отличаться лишь тогда, когда применительно к данной отрасли или в целом условия инвестирования для него, т. е. издержки трансакций и ограничения, дискриминационны либо, наоборот, более предпочтительны, чем для отечественных инвесторов (по современному отечественному законодательству более вероятным все же является второе).

Страновой риск обычно усматривается в случаях:

- конфискации имущества (утери прав собственности при выкупе их по цене ниже рыночной или той, которая обосновывалась текущей стоимостью ожидавшихся от использования этих прав денежных потоков);
- непредвиденного изменения законодательства, приводящего (например, при изменении налогов) к уменьшению ожидаемых доходов;
- смены персонала в органах государственного и местного управления, трактующего законодательство непрямого действия (готовящего подзаконные нормативные акты, принимающего оперативные решения на основе содержащих противоречия или недоработанных законов и нормативных актов).

Метод кумулятивного построения рассматриваемой индивидуальной ставки дисконта отличается от модели оценки капитальных активов лишь тем, что в структуре этой ставки к номинальной безрисковой ставке ссудного процента прибавляется совокупная премия за инвестиционные риски, которая состоит из

премий за отдельные «несистематические», относящиеся именно к данному проекту риски.

Обычно в числе факторов риска инвестирования, выделяемых в рамках метода кумулятивного построения ставки дисконта, оценивают риски:

- «ключевой фигуры» в составе менеджеров предприятия (или контролирующих его инвесторов) — риски отсутствия таковой или ее непредсказуемости, неподконтрольности, недобросовестности, некомпетентности и т. п.;
- недостаточной диверсифицированности рынков сбыта предприятия;
- недостаточной диверсифицированности источников приобретения покупных ресурсов;
- недостаточной диверсифицированности продуктов предприятия;
- контрактов, заключаемых предприятием для реализации своих продуктов, включая риски недобросовестности, неплатежеспособности, а также юридической недееспособности контрагентов по контрактам;
- узости набора источников финансирования (особенно в случаях неформирования надлежащего амортизационного фонда и его недоиспользования как важнейшего источника самофинансирования, недооценки важности привлеченных средств, неиспользования финансового лизинга и других прогрессивных схем финансирования);
- финансовой неустойчивости фирмы (риски недостаточного обеспечения оборота собственными оборотными средствами, недостаточного покрытия краткосрочной задолженности оборотом и т. п.) и т. д.

Математически способ кумулятивного построения можно представить в виде формулы:

$$J = J_0 + \sum dj_i,$$

где J_0 — базовая ставка (безрисковая или менее рисковая ставка); dj_i — i -я поправка.

При наличии развитого рынка недвижимости в качестве основного метода определения поправок к базовой ставке используется **метод экспертных оценок**.

Оценка перечисленных рисков должна приводить к определению соответствующих премий за эти риски. Такое определение проводится экспертно. Средние премии за отдельные указанные риски в развитых странах Европы и США достигают в отдельных случаях 50–60% номинальной безрисковой ставки ссудного процента.

В общем виде ставка дисконта на собственный капитал J_c выглядит следующим образом:

$$J_c = J_0 + J_n + J_n + J_d,$$

где J_0 — безрисковая ставка процента; J_n — ставка премии за риск неликвидности; J_n — ставка премии за неудачу в инвестиционном менеджменте; J_d — ставка премии за прочие (дополнительные) риски.

В условиях развитого рынка, для которого характерна осведомленность экспертов о рынке недвижимости, метод кумулятивного построения дает достаточно хорошие результаты.

Пример 2. Загородный коттедж оценен в \$100 000. Известно, что на момент оценки ставка Сбербанка по валютным вкладам составляет 10% годовых. По мнению оценщика, типичный инвестор потребует как минимум 7% годовых в валюте за риск капиталовложений в недвижимость. Экспертный анализ свидетельствует о том, что типичные ставки за компенсацию инвестиционного менеджмента и низкую ликвидность составляют по 1,5%. Инвестор желает возратить вложенный капитал в течение 20 лет, следовательно, ежегодный возврат по прямолинейному методу составит 5%. Определить ставку дисконтирования.

Безрисковая процентная ставка	10,0%
Компенсация за риск	7,0%
Инвестиционный менеджмент	1,5%
Низкая ликвидность	1,5%
Суммарная процентная ставка	20,0%
Возврат капитала	5,0%
Ставка дисконтирования	25,0%

7.1.8. Расчет величины стоимости в постпрогнозный период

Определение стоимости в постпрогнозный период основано на предпосылке о том, что бизнес способен приносить доход и по окончании прогнозного периода. Предполагается, что после окончания прогнозного периода доходы бизнеса стабилизируются и в остаточный период будут иметь место долгосрочные темпы роста или бесконечные равномерные доходы.

В зависимости от перспектив развития бизнеса в постпрогнозный период используют тот или иной способ расчета ставки дисконта:

- **метод расчета по ликвидационной стоимости.** Он применяется в том случае, когда в послепрогнозный период ожидается банкротство компании с последующей продажей имеющихся активов. Для оценки действующего предприятия, приносящего прибыль, а тем более находящегося в стадии роста, этот подход неприменим;
- **метод расчета по стоимости чистых активов.** Техника расчетов аналогична расчетам ликвидационной стоимости, но не учитывает затраты на ликвидацию и скидку за срочную продажу активов компании. Данный метод может быть использован для стабильного бизнеса, главной характеристикой которого являются значительные материальные активы;
- **метод предполагаемой продажи,** состоящий в пересчете денежного потока в показатели стоимости с помощью специальных коэффициентов, полученных из анализа ретроспективных данных по продажам сопоставимых компаний. Поскольку практика продажи компаний на российском рынке крайне скудна или отсутствует, применение данного метода к определению конечной стоимости весьма проблематично;
- **по модели Гордона** годовой доход послепрогнозного периода капитализируется в показатели стоимости при помощи коэффициента капитализации, рассчитанного как разница между ставкой дисконта и долгосрочными темпами роста. При отсутствии темпов роста коэффициент капитализации будет равен ставке дисконта. Модель Гордона основана на прогнозе получения стабильных доходов в остаточный период и предполагает, что величины износа и капиталовложений равны.

Расчет конечной стоимости в соответствии с моделью Гордона производится по формуле:

$$V = CF_{(t+1)} / (K - g),$$

где V – стоимость в постпрогнозный период; $CF_{(t+1)}$ – денежный поток доходов за первый год постпрогнозного (остаточного) периода; K – ставка дисконта; g – долгосрочные темпы роста денежного потока.

Конечная стоимость V по формуле Гордона определяется на момент окончания прогнозного периода.

7.1.9. Предварительная величина стоимости бизнеса

Состоит из двух составляющих: текущей стоимости денежных потоков в течение прогнозного периода и текущего значения стоимости в послепрогнозный период.

7.1.10. Внесение итоговых поправок

Для выведения окончательной величины рыночной стоимости компании вносятся ряд поправок:

1. Если использовалась модель дисконтирования бездолгового инвестированного денежного потока, то найденная рыночная стоимость относится ко всему инвестированному капиталу, т. е. включает в себя не только стоимость собственного капитала, но и стоимость долгосрочных обязательств компании. Поэтому для того, чтобы получить стоимость собственного капитала, необходимо из величины найденной стоимости вычесть величину долгосрочной задолженности.
2. При расчете стоимости учитываются активы предприятия, которые участвуют в производстве, получении прибыли, т. е. в формировании денежного потока. Но у любого предприятия в каждый конкретный момент времени могут быть активы, не занятые непосредственно в производстве. Здесь их стоимость не учитывается в денежном потоке, но это не значит, что они не имеют стоимости. В настоящее время у многих российских предприятий есть в наличии такие нефункционирующие активы (в основном недвижимость, машины и оборудование), поскольку вследствие затяжного спада производства уровень утилизации производственных мощностей крайне низок. Многие такие активы имеют определенную стоимость, которая может быть реализована, например, при продаже. Поэтому необходимо определить рыночную стоимость таких активов и суммировать ее со стоимостью, полученной при дисконтировании денежного потока.

В результате оценки предприятия методом дисконтированных денежных потоков получается стоимость контрольного ликвидного пакета акций. Если же оценивается неконтрольный пакет, то необходимо сделать скидку.

7.2. Метод капитализации доходов

В отличие от метода дисконтирования денежных потоков метод капитализации не требует прогноза денежных доходов, а основывается на ретроспективных данных. В этом его преимущества (простота, исключение ошибок расчета) и недостатки

(денежный поток в перспективе может существенно отличаться от ретроспективного).

Данный метод заключается в расчете текущей стоимости будущих доходов, полученных от использования объекта с помощью коэффициента капитализации:

$$V = I/R,$$

где V — стоимость; I — периодический доход; R — коэффициент капитализации.

Метод прямой капитализации применяется в тех случаях, когда имеется достаточное количество данных для оценки дохода, доход с недвижимости является стабильным или, по крайней мере, ожидается, что текущие денежные доходы приблизительно будут равны будущим или темпы их роста умеренны. Это касается, например, объектов с четко определенной арендной платой на многие годы вперед. В силу того что текущая стоимость очень чувствительна к изменениям коэффициента, для его использования необходимы четкие рыночные указания на его величину.

Основное преимущество этого метода — простота расчетов. Другое преимущество состоит в том, что метод прямой капитализации так или иначе непосредственно отражает рыночную конъюнктуру. Это связано с тем, что при его применении, как правило, берется достаточно большое количество сделок с недвижимостью и проводится их анализ с точки зрения дохода и стоимости.

Однако метод не следует применять, когда отсутствует информация о рыночных сделках; если объект еще не построен, а значит, не вышел на режим стабильных доходов; когда объект подвергся серьезным разрушениям в результате стихийного бедствия, т. е. требует серьезной реконструкции.

Метод имеет еще один серьезный недостаток. Дело в том, что в формуле расчета текущей стоимости присутствует ежегодный доход. В качестве этого дохода при оценке недвижимости берется так называемый чистый операционный доход. Это такой доход, который получается из потенциального валового дохода после вычитания из него всех возможных потерь и операционных расходов, включая резерв на замещение. Эта информация очень часто относится к разряду коммерческих тайн, и доступ к ней крайне ограничен. В силу этого задача сбора информации о рыночных сделках и, следовательно, расчет коэффициента капитализации являются довольно сложной проблемой.

Практическое применение метода капитализации предусматривает следующие основные этапы.

1. Анализ финансовой отчетности, ее нормализация и трансформация (при необходимости).
2. Выбор величины прибыли, которая будет капитализирована.
3. Расчет адекватной ставки капитализации.
4. Определение предварительной величины стоимости.
5. Проведение поправок на наличие нефункционирующих активов (если таковые имеются).
6. Проведение поправок на контрольный или неконтрольный характер оцениваемой доли, а также на недостаток ликвидности (если они необходимы).

При применении этого метода возникает целый ряд проблем. Во-первых, как определить чистый доход предприятия, во-вторых, как выбрать ставку капитализации.

При расчете чистого дохода важно правильно выбрать период времени, за который производятся расчеты. Это могут быть несколько периодов в прошлом, обычно пять, а могут использоваться данные о доходах за несколько периодов в прошлом и прогнозы на ближайшее будущее.

В качестве капитализируемой величины прибыли может выступать либо чистая прибыль после уплаты налогов, либо прибыль до уплаты налогов, либо величина денежного потока. Доходная база (база прибыли, денежного потока и др.) должна соответствовать специфике бизнеса. Для капиталоемких предприятий в качестве доходной базы целесообразно использовать денежный поток из-за значительной роли амортизационных отчислений. В рекламном, консалтинговом бизнесе, в оценке страховых агентств, юридических контор и т. п. доходной базой может быть объем услуг. Наиболее часто оценщики США и Западной Европы в качестве доходной базы используют прибыль до выплаты налогов и процентов по кредитам. Естественно, что доходная база должна быть измеряема применительно к оцениваемой компании.

Для российских условий в большинстве случаев наиболее обоснованной базой метода капитализации может оказаться чистая прибыль. Этот показатель всегда и единообразно отражается в бухгалтерском учете и воспринимается потенциальными или реальными участниками рынка бизнеса.

Обосновав вид доходной базы, оценщик должен рассчитать ее значение, которое будет использовано для определения стоимости бизнеса. Для этого ему необходимо получить значение показателя за ряд лет. Бухгалтерские данные в этом случае требуют определенной корректировки: должны быть исключены непроизводительные и разовые (нетипичные) расходы и обеспечено единство бухгалтерского учета (единая учетная политика, единая система определения выручки, единые нормы амортизации и др.); должно быть исключено влияние инфляции (цены и издержки приняты постоянными) или показатели более ранних периодов скорректированы на индексы инфляции.

В большинстве случаев на практике в качестве капитализируемой величины выбирается прибыль последнего отчетного года.

С математической точки зрения ставка капитализации — это делитель, который применяется для преобразования величины прибыли или денежного потока за один период времени в показатель стоимости. Существует несколько **методов определения коэффициента (ставки) капитализации**.

Способ рыночной экстракции для идентичных объектов. Основан на статистической обработке рыночной информации о величинах чистого операционного дохода и цен продажи объектов недвижимости. В соответствии с этим методом коэффициент капитализации в общем виде (R_o) рассчитывается по формуле:

$$R_o = \frac{I}{n} \sum_{i=1}^n R_i,$$

где R_i — коэффициент капитализации i -го объекта; $R_i = I_i/V_i$, рассчитывается в три этапа: I_i — чистый операционный доход i -го объекта; V_i — стоимость i -го объекта; n — количество объектов.

1. Корректируется размер арендной платы объектов-аналогов в целях определения чистого операционного дохода, который может приносить данный вид недвижимости. При необходимости проводится корректировка цен продажи объектов-аналогов.
2. Определяется общий коэффициент капитализации.
3. Из общего коэффициента капитализации выделяется ставка дисконтирования.

Пример 3. Отобраны 40 торговых помещений, 20 — офисных и 17 — производственно-складского назначения с известными ценами продаж и аренды.

Предполагается, что размер арендной ставки и цена продажи должны учитывать все отличия объектов.

Корректировка арендной платы проводится с помощью коэффициента чистого операционного дохода ($K_{\text{чод}}$), определяемого по формуле:

$$K_{\text{чод}} = (1 - K_{\text{пл}})(1 - K_{\text{нп}})(1 - K_{\text{ор}}),$$

где $K_{\text{пл}}$ — доля площади, не приносящей дохода, в общей площади объекта; $K_{\text{ор}}$ — отношение операционных расходов к действительному валовому доходу; $K_{\text{нп}}$ — коэффициент недоиспользования и потерь при сборе арендных платежей.

Время экспозиции торговых, офисных, производственно-складских помещений составляет около 1 месяца при условии, что цены не завышены и объект представляет ценность как доходная недвижимость, а средняя периодичность смены арендаторов приблизительно равна единице в год (основание — консультации с представителями риелторских фирм Санкт-Петербурга). Следовательно, потери из-за незаполняемости с учетом возможных потерь от неуплаты арендных платежей могут составить 8% ($K_{\text{нп}} = 0,08$).

Операционные расходы на содержание площадей по всем видам использования составляют в среднем 7% от действительного валового дохода (для рынка аренды на сегодняшний день типичными являются условия, когда почти все операционные расходы несет арендатор), отсюда $K_{\text{ор}} = 0,07$.

При сдаче магазинов в аренду (кроме складских секций в универмагах) арендная ставка умножается на общую площадь помещений. Такая же схема действует и в отношении офисов. Следовательно, для торговых и офисных помещений $K_{\text{пл}} = 0$.

Соотношение площади, приносящей доход, и общей площади объекта в производственно-складских помещениях примем в среднем на уровне 0,85%, отсюда $K_{\text{пл}}$ для производственно-складских помещений равен 0,15.

Тогда коэффициент чистого операционного дохода $K_{\text{чод}}$ для торгового и офисного использования будет равен 0,85.

Коэффициент чистого операционного дохода $K_{\text{чод}}$ для помещений производственно-складского назначения — 0,73.

Кроме корректировки ставки аренды была проведена корректировка цен продажи на время совершения сделки, для чего были привлечены специалисты риелторской фирмы, имеющие большой опыт работы на рынке коммерческой недвижимости. Корректировка проводилась по каждому объекту индивидуально. Также при корректировке были учтены комиссионные расходы, в среднем по городу составляющие 5% от суммы сделки.

При известной цене продажи объекта недвижимости и величине арендной ставки коэффициент капитализации может быть определен по формуле:

$$R_i = \frac{A}{V},$$

где R_i — коэффициент капитализации для i -го объекта; A — скорректированная ставка аренды за 1 м^2 в год; V — цена за 1 м^2 .

В наиболее общем случае связь между коэффициентом капитализации и ставкой дисконтирования можно выразить следующей формулой:

$$R = Y - dSFF(n, Y_p),$$

где Y — ставка дисконтирования; d — фактор изменения стоимости; Y_p — ставка процента для рекапитализации.

На сегодняшний день довольно сложно прогнозировать величину изменения стоимости актива. Предполагается, что актив полностью обесценивается, например, в конце срока экономической жизни, $d = -1$. Рекапитализация инвестиций (возврат капитала) происходит в момент перепродажи актива.

Следовательно,

$$R_o = Y + SFF(n, Y_p).$$

Рекапитализация проводится **по методу Хоскольда**.

В качестве безрисковой ставки используется ставка по валютным депозитам Сберегательного банка России, принятая в размере 6%.

После определения размера фонда возмещения рассчитываем ставку дисконтирования по формуле:

$$Y = R_o - SFF(n, Y_p).$$

Результаты определения ставки дисконтирования методом рыночной экстракции представлены в табл. 7.3.

Таблица 7.3. Определение ставки дисконтирования методом рыночной экстракции

Тип использования	Ставка дисконтирования, %		
	диапазон		среднее значение
	min	max	
Торговое	17,7	35,7	25,2
Офисное	15,4	35,7	28,0
Производственно-складское	20,1	45,8	30,7

В результате сопоставления цен аренды и продажи по объектам торгового, офисного и производственно-складского назначения были выведены средние значения ставки дисконтирования по каждому виду использования, отражающие ожидания (требования) инвестора относительно будущих доходов, которые принесет недвижимость.

Нельзя отдельно не отметить, что каждый вид использования характеризует значительный разброс рассчитанных значений ставок дисконтирования. Этот разброс можно объяснить тем, что при определении ставки аренды/цены продажи

владелец недвижимости руководствуется как информацией с рынка, так и собственными представлениями (требованиями) о желаемой прибыли. Таким образом, одним из факторов, влияющих на размер ставки дисконтирования, является субъективное мнение владельца. Также на размер ставки дисконтирования влияют характеристики объекта, по которым можно определить, насколько объект будет востребован на рынке, надежен ли ожидаемый доход, является ли покупка рассматриваемого объекта недвижимости рискованным вложением денег.

Рассчитанные средние значения ставок дисконтирования по сегментам рынка могут служить ориентиром для оценщика при определении ставки дисконтирования по конкретному объекту. При недостаточной информации по объектам-аналогам либо отсутствии ее вовсе можно персонализировать ставку дисконтирования, применив поправку (корректировку) к среднему значению, размер которой назначается оценщиком на основании его собственного опыта и профессиональных знаний либо определяется экспертно.

Способ рыночной экстракции для разнородных объектов применяется тогда, когда в качестве аналогов удастся подобрать лишь далекие друг от друга по характеристикам объекты. В этом случае при определении коэффициента капитализации для оцениваемого объекта осуществляется анализ характеристик каждого такого объекта-аналога и рассчитывается степень «близости» его и оцениваемого объекта. Окончательное значение коэффициента капитализации рассчитывается как средневзвешенная величина по степеням «близости» объектов-аналогов.

Величина коэффициента капитализации по данному способу рассчитывается по формуле:

$$R_o = \sum_{j=1}^k R_j V_i^2,$$

где R_o — коэффициент капитализации оцениваемого объекта; R_j — коэффициент капитализации j -го объекта-аналога; V_i — весовой коэффициент объекта-аналога, полученный на основании решения матрицы сравнения характеристик объектов.

Проводя оценку объекта, оценщик установил, что аналогичный объект в том же секторе рынка недвижимости продан за \$280 000. Реконструировав отчет по этому объекту, оценщик установил, что чистый операционный доход по нему составил \$51 800. Тогда общая ставка капитализации равна 0,185 (18,5%) ($51\,800/280\,000$).

Использование общей ставки капитализации является хорошим инструментом анализа приносящей доход недвижимости, когда она не отягощена ипотечным долгом. Когда же под недвижимость выдан кредит, то эта техника не способна учесть особенности долга, поэтому оценщик вынужден переходить к более сложным методам анализа.

Доход от объекта, относящийся к недвижимости, включает две основные составляющие: **доход на капитал** и **возврат капитала**:

$$I = iV + \frac{V}{S(n,i)},$$

где iV — доход на капитал; $\frac{V}{S(n,i)}$ — возврат капитала; n — количество периодов функционирования недвижимости, приносящей доход; i — ставка процента; S — шестая функция сложного процента.

Доход на капитал по существу является необходимой компенсацией, получаемой инвестором за ценность денег, отдаваемых в долг. Величина этой компенсации зависит от времени, риска и других условий, при которых сделаны инвестиции. Иными словами, это плата за использование денежных средств. Доход на капитал называют также отдачей. Существуют два вида **отдачи на капитал**: текущая и конечная.

Текущая отдача — это отношение величины текущего денежного дохода на инвестиции к сумме инвестиции.

Конечная отдача — отношение эффективного (реального, реализованного) текущего денежного дохода на инвестиции, учитывающего возврат капитала в конце срока функционирования актива, к сумме инвестиций. При этом под эффективным текущим доходом на инвестиции понимается часть (доля) полного денежного дохода от инвестиций, текущая стоимость n -периодной серии которого с учетом износа на амортизацию капитала равна при ставке внутренней нормы рентабельности сумме первоначальных инвестиций.

Первой составляющей коэффициента капитализации является ставка дисконтирования (эквивалентна понятию конечная отдача).

Существует несколько методов определения ставки дисконтирования (см. п. 7.1.7).

Вторая составляющая коэффициента капитализации $V/S(n, i)$ — взнос на возмещение основной суммы капитала — отвечает за возврат капитала. Процесс возврата основной суммы капитала носит название **рекапитализации**, а сама составляющая — **коэффициент рекапитализации**.

Существуют три способа или метода рекапитализации: прямолинейный, рекапитализация при формировании фонда возмещения по ставке дохода на инвестиции и рекапитализация при формировании фонда возмещения по безрисковой ставке процента.

1. Метод прямолинейной рекапитализации (или метод Ринга) подразумевает, что возврат суммы инвестированного капитала происходит ежегодно равными долями. В этом случае коэффициент капитализации равен:

$$R = i - \frac{d_o}{n}$$

2. Рекапитализация по коэффициенту доходности инвестиций (или метод Инвуда) состоит в том, что коэффициент рекапитализации как составная часть коэффициента капитализации равен фактору фонда возмещения при той же ставке процента, что и по инвестициям, или:

$$R = i + \frac{i}{(1+i)^n - 1}$$

где i — коэффициент дохода на капитал; $i/(1+i)^n - 1$ — коэффициент рекапитализации.

В отдельных случаях определенные виды инвестиций являются очень прибыльными. И реинвестирование по той же ставке процента, что и первоначальные вложения, считается маловероятным, так как в этом случае при определении величины взноса на амортизацию первоначальных инвестиций получается сравни-

тельно малая величина, и велика вероятность не вернуть капитал. Поэтому лучше применять:

3. Метод рекапитализации по безрисковой ставке процента (метод Хоскольда).

В общем случае взаимосвязь между коэффициентами капитализации и дисконтирования можно выразить следующей формулой:

$$R_o = J_o - \Delta a,$$

где R_o — коэффициент капитализации; J_o — общая ставка доходности (дисконта); a — составляющая, определяемая рядом факторов, например повышением стоимости актива и дохода (в годовом исчислении).

7.3. Пример оценки бизнеса доходным подходом

Продолжим пример с определением рыночной стоимости ОАО «Х».

Для проведения прогнозных оценок параметров чистого дохода (валовая выручка, операционные расходы, амортизация и пр.) использовались ретроспективные данные, полученные в процессе работы над проектом от менеджера компании, а также на основе полученных перспективных долгосрочных планов по развитию компании в период с 2004 по 2010 г. Прогнозный период равен шести годам, включая последний квартал 2004 г.

Для проведения корректных оценок величин, определяющих денежный поток, необходимо учитывать прогнозные оценки основных факторов, определяющих макроэкономическую ситуацию, к числу которых относятся: объем производства и реализации готовой продукции, показатель инфляции в течение периода прогнозирования, курс денежной единицы, темп роста цен на продукцию, прогноз изменения стоимости сырья, используемого в производстве продукции, и т. д. В связи с большой номенклатурой продукции, выпускаемой ОАО «Х», а также большим количеством различных видов сырья и материалов мы опустим детальные расчеты изменения данных факторов. При определении терминальной стоимости по модели Гордона примем долгосрочный темп роста на уровне 4%.

Расчет рыночной стоимости собственного капитала компании методом дисконтирования денежного потока приведен в табл. 7.4.

Таблица 7.4. Расчет рыночной стоимости собственного капитала компании

Показатель	Значение
Ставка налога на прирбыль, %	24
Ставка дисконта для собственного капитала, %	17,1
Темп роста в постпрогнозный период, %	4
Курс \$/руб. на дату оценки	29,2224
Совокупная сумма текущей стоимости прогнозируемых денежных потоков, \$тыс.	18094
Плюс: текущая стоимость остаточной (терминальной) стоимости, \$тыс.	21681
Плюс: рыночная стоимость непрофильных активов, \$тыс.	461
Рыночная стоимость собственного капитала, \$тыс.	40237
Рыночная стоимость собственного капитала, \$тыс.	1175818

Контрольные вопросы

1. Раскройте содержание моделей определения ставки дисконта.
2. В чем состоит суть модели *SAPM*?
3. Что представляет собой модель средневзвешенной стоимости капитала?
4. Перечислите методы оценки бизнеса, реализуемые в составе доходного подхода.
5. Раскройте суть метода дисконтирования денежных потоков. Сформулируйте основные достоинства и недостатки данного метода.
6. Охарактеризуйте метод капитализации доходов.
7. В чем заключается главный принцип доходного подхода к оценке бизнеса?
8. Какие существуют методы для определения ставки дисконта, адекватной рискам оцениваемого бизнеса?
9. Какого рода риски отражает при расчете ставки дисконта кумулятивный метод построения ставки дисконта?
10. Охарактеризуйте метод простой прямой капитализации.
11. Дайте характеристику методов рекапитализации Хоскольда, Ринга, Инвуда, Гордона.

Глава 8

Применение теории опционов в практике оценки бизнеса

В главе приводится краткий обзор теории опционов, применение данной теории, которое иллюстрируется практикой оценки убыточных компаний.

В чем видимые недостатки существующих подходов и методов оценки? Назовем некоторые из них.

1. При использовании *затратного подхода* нередко возникает противоречие, когда акции компании котируются на бирже и имеют определенную стоимость либо (особенно если речь идет о ЗАО) инвесторы покупают у акционеров их акции, хотя при этом стоимость компании (которая обычно заметно отличается от стоимости собственного капитала), оцененная методом чистых активов, является отрицательной (т. е. стоимость обязательств компании превышает стоимость ее активов). Такие вопиющие нестыковки можно отнести лишь на счет неадекватности применения метода чистых активов (особенно в российском его варианте) к оценке стоимости действующего бизнеса: поскольку в основе метода чистых активов — затратный подход, получается, что итогом оценки оказывается не стоимость действующего бизнеса, а лишь суммарная стоимость взятых порознь отдельных составляющих имущественного комплекса этого бизнеса. Конечно, в идеале при корректной оценке гудвила и нематериальных активов применение метода чистых активов дает более адекватный результат, но и это, к сожалению, обычно не позволяет учитывать влияние на стоимость предприятия, например, ценности управленческих решений, вытекающих из благоприятной конъюнктуры рынка.
2. *Метод дисконтирования денежных потоков* косвенно предполагает, что фирмы держат реальные активы пассивно. В нем не учитываются опционы, заложенные в реальных активах, которыми опытные менеджеры могут воспользоваться, чтобы получить преимущества. Иными словами, этот метод не учитывает ценность управления.
3. Сравнительный подход игнорирует перспективы развития бизнеса, зависит от наличия активного финансового рынка, требует сложных корректировок.

В последние годы стали появляться публикации, в которых авторы кроме вышеуказанных трех традиционных подходов к оценке бизнеса называют принципиально иной подход при оценке акций и активов компаний — теорию опционов¹.

¹ См., например, *Козырь Ю.* Применение теории опционов в практике оценки // Рынок ценных бумаг. 1999. № 11. С. 57–61; *Козырь Ю.* Применение теории опционов для оценки компаний // Рынок ценных бумаг. 2000. № 12, 13.

С появлением опционов и подобных им инструментов (варрантов, конвертируемых облигаций) инвесторы получили право принимать решения, благодаря которым они могут с выгодой для себя воспользоваться удачным стечением обстоятельств или уменьшить потери. Безусловно, такое право в условиях неопределенности обладает стоимостью.

Достоинство применения опционных моделей при оценке компаний заключается в том, что стоимость оцениваемых компаний зачастую является переменной величиной, зависящей от ряда внешних по отношению к их производственно-финансовым характеристикам условий. Именно такие переменные величины целесообразно оценивать с использованием техники опционного ценообразования.

Одним из ограничений метода дисконтированных денежных потоков является его неспособность адекватно рассматривать активы, которые не генерируют постоянно денежные потоки, причем не ожидается их поступления в ближайшем будущем, но представляют тем не менее ценность из-за их потенциала повышения стоимости фирмы. Таким образом, фирма с имеющими стоимость продуктовыми патентами, которые не используются постоянно, но могут производить значительные денежные потоки в будущем, может быть недооценена при использовании традиционных методик оценки.

Патент на продукт обеспечивает фирме право на развитие продукта и его рынка. Так будет, только если настоящая стоимость ожидаемого денежного потока, поступающего от продажи продукта, превысит издержки развития. Если этого не произойдет, то фирма может отложить патент и не нести дальнейших издержек. Если I — текущая стоимость развития продукта (т. е. себестоимость) и V — текущая стоимость ожидаемых денежных потоков от развития, то выплата (компенсация) от владения патентом на продукт равна $V - I$, если $V > I$, и равна нулю, если $V < I$. Поэтому патент на продукт может рассматриваться как колл-опцион, в котором сам продукт является базовым активом.

Для определения стоимости патентных продуктов может использоваться модель Блэка–Шоулза:

$$\text{СПП} = V \times e^{-yt} N(d1) - X \times e^{-rt} N(d2),$$

где $d1 = \{\ln(V/X) + (r - y + \sigma^2/2)t\} / \sigma t^{0.5}$; $d2 = d1 - \sigma t^{0.5}$; V — приведенная стоимость ожидаемых денежных поступлений от немедленного внедрения продукта; X — приведенная стоимость развития и внедрения продукта сейчас; σ^2 — дисперсия ожидаемых денежных поступлений после окончания срока действия патента, принимающая во внимание будущие технологические, юридические и рыночные изменения; t — срок действия патента (или период, в течение которого существуют входные барьеры для конкурентов); $y = \ln(1 + 1/\text{срок действия патента (лет)})$ — непрерывно начисляемая ставка процента, соответствующая стоимости задержки внедрения продукта; r — непрерывно начисляемая безрисковая ставка процента, соответствующая времени жизни патента.

Эта модель в наилучшей степени подходит для фирм, которые лишь начали расти и имеют только один или два обещающих продукта в соответствующей продуктовой нише и в то же время имеют мало или совсем не имеют доходов или денежных потоков.

Теория опционов может быть также применена для оценки акций (собственного капитала) компаний, которые испытывают тяжелые времена и имеют большую вероятность банкротства, а также для компаний, которые имеют ограниченное количество непогашенных долговых выпусков.

Собственный (акционерный) капитал компании может быть представлен как опцион коллектив фирмы, где исполнение опциона требует, чтобы фирма была ликвидирована и был выплачен номинал долга (который соответствует цене исполнения).

Если долг фирмы представить как единственный выпуск облигаций с нулевым купоном и с фиксированным временем обращения и при этом фирма может быть ликвидирована акционерами в любое (предшествующее) время до истечения срока обращения облигаций (либо по более веской претензии со стороны приоритетных кредиторов), то время жизни собственного капитала, представленного как опцион-колл, соответствует времени жизни облигаций.

Собственный капитал компании (СК) может быть определен по формуле:

$$СК = VN(d1) - De^{-rt} N(d2),$$

где $d1 = \{\ln(V/D) + (r + \sigma^2/2)t\} / \sigma t^{0.5}$; $d2 = d1 - \sigma t^{0.5}$; V — текущая стоимость активов рассматриваемой фирмы; D — номинал непогашенного долга; σ^2 — дисперсия стоимости активов фирмы; t — срок до погашения долга (если существует более одного непогашенного долгового обязательства, то следует использовать средневзвешенное значение дюрации этих выпусков, подразумевая при этом полученное значение как «созревание» эквивалентной бескупонной облигации); r — непрерывно начисляемая безрисковая ставка процента, соответствующая сроку погашения долга; $N(d)$ — площадь под кривой стандартного нормального распределения, или вероятность того, что при нормальном распределении со средней, равной нулю, и стандартным отклонением, равным единице, результат будет меньше соответственно $d1$ и $d2$.

Еще одна возможность применения теории опционов — оценка фирм, связанных с разработкой природных ресурсов.

Фирмы, связанные с инвестициями в разработку и добычу природных ресурсов (рудники, нефтяные месторождения, шахты и т. п.), обычно оцениваются с применением метода дисконтированных денежных потоков, использование которого может оказаться не вполне адекватным, поскольку он не учитывает особенностей опционных характеристик, которыми владеют эти фирмы: сохранение объекта инвестиций — разрабатываемого ресурса — нетронутым в случае, если цена добываемого ресурса падает, и полная его эксплуатация (максимальная добыча) в случае, когда цена ресурса возрастает.

В инвестициях, связанных с природными ресурсами, базовым активом является ресурс и стоимость актива основана на двух переменных: количестве имеющегося в распоряжении ресурса (т. е. объеме разведанных/доказанных запасов) и цене на этот ресурс. Поэтому в случае с золотым рудником базовым активом является оцененная стоимость золотых резервов рудника, основанная на текущей цене золота. В большинстве подобных инвестиций существует стоимость, обусловленная затратами на развитие ресурса, и разница между стоимостью извлекаемого актива и стоимостью развития составляет прибыль владельца ресурса. Определяя стои-

мость развития как X , а оценочную стоимость ресурса как V , потенциальные выплаты по опционам на природные ресурсы можно записать как $V - X$, если $V > X$, и как ноль, если $V < X$.

Важным положением при использовании моделей опционного ценообразования для оценки стоимости опционов на природные ресурсы является эффект запаздывания развития, влияющий на стоимость этих опционов. Так как ресурсы не могут быть извлечены мгновенно, требуется время от момента принятия решения о добыче ресурса до фактического начала добычи. Простым приспособлением к такому запаздыванию может служить приведенная стоимость развития ресурса с учетом срока запаздывания. Поэтому если срок запаздывания развития составляет один год, то текущая стоимость развития резерва будет дисконтироваться с периодом один год по ставке отношения годового денежного потока к стоимости актива (т. е. по ставке дивидендной доходности).

Рассмотрим несколько (заимствованных у Ю. Козыря¹) примеров опционной оценки фирм, связанных с разработкой природных ресурсов.

Пример 1. Рассмотрим золотоносный рудник, имеющий оцененные запасы 1 млн унций и добывающий 50 тыс. унций золота в год.

Ожидается, что цены на золото будут увеличиваться на 3% ежегодно. Фирма владеет правами на разработку этого рудника сроком на 20 лет. Стоимость затрат, связанных с открытием рудника и началом добычи, составляет \$10 млн, а средняя себестоимость производства — \$250 за унцию. Ожидается, что себестоимость производства будет возрастать на 5% в год. Стандартное отклонение цен на золото составляет 20%, а текущая цена золота — \$375 за унцию. Безрисковая ставка равна 9%.

Исходные данные для применения модели опционов следующие:

- Стоимость базового актива равна ожидаемой приведенной стоимости выручки от продажи золота:

$$(50\,000 \times 375)[1 - (1,03^{20}/1,09^{20})] / (0,09 - 0,03) = \$211,79 \text{ млн.}$$

- Цена исполнения равна стоимости затрат по открытию рудника плюс приведенная стоимость добычи:

$$\$10 \text{ млн} + (50\,000 \times 250)[1 - (1,05^{20}/1,09^{20})] / (0,09 - 0,05) = \$164,55 \text{ млн.}$$

- Время жизни опциона — 20 лет.
- Дисперсия (натуральный логарифм изменения цен) — 0,04.
- Дивидендная доходность равна ежегодной потере продукции: $1/20 = 5\%$.

Примечание. Понадобится 20 лет для того, чтобы истощить рудник, срок действия прав фирмы на разработку рудника также равен 20 годам. Поэтому каждый год задержки в разработке рудника приводит к потере годового объема добычи.

Основанная на этих входных параметрах модель Блэка–Шоулза обеспечивает следующие значения стоимости опциона-колл:

$$d1 = 1,6238; N(d1) = 0,9478;$$

$$d2 = 0,7294; N(d2) = 0,7671.$$

¹ Козырь Ю. Применение теории опционов для оценки компаний. Ч. 3. Опционная оценка фирм, связанных с разработкой природных ресурсов // Рынок ценных бумаг. 2000. № 14 (173). С. 82–85.

Стоимость опциона-колл:

$$211,79 \exp^{(-0,05)(20)}(0,9478) - 164,55 \exp^{(-0,09)(20)}(0,7671) = \$52,98 \text{ млн.}$$

Стоимость рудника, оцененного как опцион, составила \$52,98 млн, что контрастирует с оценкой, получаемой при использовании статичного анализа бюджета капитала, которая дает в этом случае стоимость, равную \$47,24 млн (\$211,79 млн – \$164,55 млн). Дополнительное увеличение стоимости произошло из-за опционных характеристик рудника.

Пример 2. Рассмотрим права собственности на морское месторождение нефти с оцененными запасами, составляющими 50 млн баррелей нефти, приведенная стоимость развития которого составляет \$12 за баррель, лаг развития (период от начала добычи) – 2 года. Фирма обладает правами на эксплуатацию этого месторождения сроком на 20 лет и предельные издержки на баррель нефти составляют \$12 за баррель (цена за баррель – предельные издержки на баррель). Когда месторождение окажется разработанным, чистая выручка от продажи будет ежегодно составлять 5% от стоимости резервов. Безрисковая ставка равна 8%, а дисперсия (натуральный логарифм от изменения цен на нефть) – 0,03.

Исходные данные:

- Стоимость базового актива S равна стоимости разработки резервов, дисконтированной с учетом лага задержки развития по ставке дивидендной доходности:

$$S = 12 \times 50 / (1,05)^2 = \$544,22 \text{ млн.}$$

(Если разработка начнется сегодня, продажа нефти будет невозможна еще в течение двух лет. Оценочная возможная стоимость этой задержки равняется потере выручки за этот период, следовательно, надо дисконтировать добываемые в будущем запасы по ставке дивидендной доходности.)

- Цена исполнения равна приведенной стоимости затрат на разработку:

$$12 \times \$50 \text{ млн} = \$600 \text{ млн.}$$

- Время истечения опциона – 20 лет.
- Дисперсия – 0,03.
- Безрисковая ставка доходности – 8%.

Основанная на этих входных параметрах модель Блэка-Шоулза обеспечивает следующие значения стоимости опциона-колл:

$$d1 = 1,0359; N(d1) = 0,8498;$$

$$d2 = 0,2613; N(d2) = 0,6030.$$

Стоимость опциона-колл:

$$544,22 \exp^{(-0,05)(20)}(0,8498) - 600 \exp^{(-0,08)(20)}(0,6030) = \$97,08 \text{ млн.}$$

Такова оценка стоимости нефтяных запасов, хотя и нет уверенности в том, что сохранятся текущие цены на нефть. Такая стоимость образуется из-за существующего потенциала создания дополнительной стоимости в случае, если цены на нефть пойдут вверх. При традиционном подходе приведенная стоимость запасов отрицательна: $544,22 - 600 = -\$55,78 \text{ млн.}$

Автор считает, что и сами компании, а не только отдельные рудники и месторождения, можно оценивать с применением теории опционов.

Пример 3. Оценка нефтяной компании *Gulf Oil*.

Gulf Oil стала мишенью для захвата в начале 1984 г. при цене \$70 за одну акцию (всего компания выпустила 165,3 млн акций, а сумма ее обязательств составляла \$9,9 млрд). Оценка резервов компании составляла 3,038 млн баррелей нефти. Средняя стоимость разработки этих резервов оценивалась на уровне \$10 за баррель в текущих ценах (лаг развития составлял примерно 2 года). Средний срок эксплуатации резервов — 12 лет. Цена нефти — \$22,38 за баррель, себестоимость добычи, налоги и роялти оценивались на уровне \$7 за баррель. Ставка по казначейским обязательствам во время проведения анализа — 9%. *Gulf Oil* ожидала получать ежегодный доход на уровне 5% от стоимости разработанных запасов. Дисперсия цен на нефть — 0,03.

- Стоимость базового актива равна стоимости оцененных запасов, дисконтированных с учетом лага развития:

$$3,038 \text{ млн} (22,38 - 7) / 1,052 = \$42,380 \text{ млн.}$$

- Цена исполнения равна оценочной стоимости разработки резервов:

$$\$3,038 \text{ млн} \times 10 = \$30,380 \text{ млн.}$$

- Период действия опциона равен среднему сроку эксплуатации — 12 лет.
- Дисперсия базового актива равна дисперсии цен на нефть — 0,03.
- Безрисковая ставка — 9%.
- Норма дивидендной доходности равна чистому годовому доходу, деленному на стоимость разработанных резервов: 5%.

Основанная на этих входных параметрах модель Блэка–Шоулза обеспечивает следующие значения стоимости опциона-колл:

$$d1 = 1,6548; N(d1) = 0,9510;$$

$$d2 = 1,0548; N(d2) = 0,8542.$$

Стоимость опциона-колл:

$$42,80 \exp^{(-0,05)(12)}(0,9510) - 30,380 \exp^{(-0,09)(12)}(0,8542) = \$13,306 \text{ млн.}$$

Эта величина представляет собой стоимость нефтяных резервов *Gulf Oil* без учета стоимости развития. Дополнительно *Gulf Oil* располагала денежными потоками в \$915 млн от уже развитых нефтяных и газовых месторождений, и можно ожидать продолжения генерирования этих денежных потоков еще в течение 10 лет (остающееся время разработки резервов).

Приведенная стоимость этих разработанных резервов, дисконтированных по средневзвешенной стоимости капитала, составляющей 12,5%, равна:

Стоимость уже разработанных резервов:

$$\$915 \text{ млн} \times (1 - 1,125^{-10}) / 0,125 = \$5065,83 \text{ млн.}$$

Складывая стоимости разработанных и неразработанных резервов компании, получим ее стоимость:

13 306 + 5066 = \$18 372 млн (общая стоимость фирмы) – имеющиеся обязательства (\$9900 млн) = \$8472 млн (стоимость акционерного капитала).

Стоимость акционерного капитала в расчете на одну акцию:

$$8472 / 165,3 = \$51,25.$$

Проведенный анализ позволяет предположить, что акции *Gulf Oil* при цене \$70 за одну акцию были переоценены (что, впрочем, является типичным явлением при тендерных предложениях или даже враждебных захватах).

Поскольку опционный подход в практике оценки российских предприятий применяется недостаточно активно, рассмотрим два небольших примера оценки убыточных компаний (примеров скорее учебных, чем практических).

Пример 4. Бухгалтерская отчетность предприятия (ткацкая фабрика) говорит о его неудовлетворительном финансовом состоянии. В частности:

- 1) кредиторская задолженность (11 174 тыс. руб.) в 16 с лишним раз превышает дебиторскую (667 тыс. руб.);
- 2) кредиторская задолженность на 66,3% превышает продажи за 9 месяцев (6719 тыс. руб.);
- 3) компания устойчиво убыточна — себестоимость производства (по основной деятельности) на 24,0% превышает продажи продукции (6538 тыс. руб. против 5274 тыс. руб.).

Анализ показателей деловой активности показал, что срок оборачиваемости кредиторской задолженности (449 дней) в 19,5 раза превышает срок оборачиваемости дебиторской задолженности (23 дня) и в 4,6 раза — продолжительность операционного цикла. Это позволяет сделать вывод о том, что компания находится под внешним управлением, когда наложен мораторий на погашение задолженности. Оценка производилась с точки зрения потенциального покупателя рассматриваемого бизнеса, желающего определить его объективную стоимость. Оценка стоимости производилась в российских рублях. Текущая стоимость активов по состоянию на 1 октября 2000 г. принималась равной 9589 тыс. руб. Эта цифра формировалась следующим образом.

1. Из общей суммы активов (18 551 тыс. руб.) вычитались нематериальные активы в размере 7 тыс. руб., так как их можно считать практически неликвидными в случае удовлетворения требований кредиторов.
2. Стоимость основных средств по балансу составляет 16 357 тыс. руб., из них здания, машины и оборудование (стр. 122 баланса) — 7525 тыс. руб. Что представляют собой остальные основные средства, из баланса неясно. Можно предположить, что это объекты социальной сферы. Так как они мало интересуют кредиторов, то основные средства были уменьшены на $16\,357 - 7525 = 8832$ тыс. руб.
3. Долгосрочные финансовые вложения в размере 6 тыс. руб. (инвестиции в другие организации) не учитывались, так как сомнительно, что они представляют существенную долю капитала в тех организациях, в которые раньше фирма их инвестировала, а следовательно, вряд ли будут интересны кредиторам.
4. Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям в размере 117 тыс. руб. в расчет не принимался, потому что он имеет значение для

осуществления текущей деятельности компании, но не для удовлетворения требований кредиторов. Таким образом, используемые для расчета активы составили:

$$18\,551 - 7 - 8832 - 6 - 117 = 9589 \text{ тыс. руб.}$$

Безрисковая процентная ставка принималась равной доходности государственных облигаций. Этот период максимально близок к дюрации (продолжительности) долга, который, как будет показано далее, составляет 1,102 года. Стандартное отклонение стоимости активов компании принималось равным 45%. Обязательства компании составляют 12 212 тыс. руб., в том числе:

- краткосрочный кредит в размере 871 тыс. руб.;
- краткосрочный заем в размере 167 тыс. руб.;
- кредиторская задолженность в размере 11 174 тыс. руб.

Краткосрочные кредиты с начала года уменьшились с 2072 тыс. руб. до 871 тыс. руб., что составляет 400 тыс. руб. в квартал. Поэтому предполагалось, что далее кредиты будут погашаться такими же темпами — в течение трех кварталов по 400 тыс. руб. в квартал, что соответствует эффективной доходности к погашению 93,27% годовых. Величина краткосрочного займа (167 тыс. руб.) в течение года не изменилась, но для определенности принималось, что он будет погашен в следующем квартале без начисления процентов. Даже если это предположение ошибочно, оно не окажет существенного влияния на результат расчетов, так как краткосрочный заем составляет всего 1,4% от суммарного долга. Ставка дисконтирования кредиторской задолженности принималась равной 100% годовых, так как ее риск всегда выше кредитного риска, доходность которого в рассматриваемом случае составляет 93,27% годовых (см. выше). Может показаться, что такая доходность существенно превышает существующие в настоящее время на рынке кредитные ставки, но следует иметь в виду, что финансовое состояние компании неудовлетворительно, т. е. связано с повышенным риском, а высокому риску соответствует и высокая доходность. При принятой модели долга его дюрация составила 1,102 года. Стоимость рассматриваемого бизнеса, рассчитанного как опцион-колл на активы компании, составила 891 тыс. руб. Можно считать полученное значение достаточно объективным (при имеющейся информации — бухгалтерском балансе и отчете о прибылях и убытках за один отчетный период), и можно рекомендовать установить начальную цену при конкурсном производстве исходя из этого значения. Лица, имеющие больший объем информации, могли бы точнее сформировать исходные данные для оценки (например, предположить, что будет погашена не вся дебиторская задолженность, или задать другие сценарии погашения кредитов и займа).

Пример 5. Бухгалтерская отчетность компании (торговля химикатами) свидетельствует о стремительном расширении ее бизнеса — валюта баланса увеличилась с начала года в 4,9 раза (с 34 476 тыс. руб. до 168 891 тыс. руб.), пропорционально возросли дебиторская (в 4,3 раза) и кредиторская задолженности (в 5,6 раза). Для расширения торговых операций потребовалось привлечение дополнительных ресурсов, поэтому краткосрочные кредиты и займы возросли в 1,7 раза. Однако главным источником финансирования для расширения торговых операций являются

краткосрочные пассивы. Так, если в начале года кредиторская задолженность превышала дебиторскую на 35,7%, то к концу III квартала превышение составило уже 77,8% при существенном росте абсолютных значений задолженностей. Средний срок оборота дебиторской задолженности составил 49 дней, кредиторской задолженности — 83 дня, что вполне нормально для оптовой торговли сырьем и полуфабрикатами. Вместе с тем следует отметить, что деятельность компании убыточна. Это может быть следствием двух причин.

1. Компания использует минимальную наценку, пытаясь захватить возможно большую долю на рынке.
2. Фирма оптимизирует налоговые выплаты.

Оценка производилась с целью определения диапазона, в котором может находиться стоимость бизнеса. Нижняя граница диапазона (консервативная оценка) определяется убыточной бухгалтерской отчетностью, верхняя граница (с нашей точки зрения, она более реально отражает стоимость компании) учитывает оптимизацию фирмой налоговых платежей. Оценка стоимости производилась в долларах США. Курс доллара принимался равным 27,89 руб. Предполагалось, что он будет расти по отношению к рублю на 12% в год — теми же темпами, что и инфляция в 2001 г. (во всяком случае, такая цифра заложена в бюджете на следующий год). Текущая стоимость активов принималась равной валюте баланса (168 891 тыс. руб.). Это объясняется преобладанием оборотных активов (что естественно для торговой компании), составляющих 99,6% от суммарных активов. Их ликвидность можно считать достаточно высокой — в противном случае компания вряд ли смогла бы наращивать бизнес такими темпами. Безрисковая процентная ставка принималась равной доходности по трехмесячным депозитам Сбербанка России. Этот период максимален близок к дюрации (продолжительности) долга, который, как будет показано далее, составляет 0,237 года (85 дней). Стандартное отклонение стоимости активов компании принималось равным 40%.

Обязательства компании составляют 172 383 тыс. руб., в том числе:

- краткосрочный кредит в размере 11 100 тыс. руб.;
- краткосрочный заем в размере 4000 тыс. руб.;
- кредиторская задолженность в размере 157 283 тыс. руб.

Так как компания занимается торговой деятельностью, предполагается, что кредит выдан на трехмесячный период, в течение которого проценты выплачиваются ежемесячно (по 400 тыс. руб.), а основная сумма долга погашается в конце срока кредитования. При такой схеме выплат эффективная процентная ставка по кредиту составила 36,85% годовых (в рублях). Предполагается, что заем в размере 4000 тыс. руб. является скрытой формой увеличения собственного капитала, поэтому и график выплат по нему принят менее жестким — в течение 6 месяцев с ежемесячными платежами в размере 120 тыс. руб. и погашением основной суммы займа по истечении срока заимствования (скорее всего, график платежей по займу еще менее обременительный для компании). В этом случае эффективная (рублевая) процентная ставка составила 42,58% годовых. Ставка дисконтирования кредиторской задолженности принималась равной 40% годовых — несколько выше процентной ставки по кредиту на сопоставимый период (как указывалось выше, средний срок оборачиваемости кредиторской задолжен-

ности составляет 83 дня). При принятой модели долга его дюрация составила 0,237 года (85 дней).

Стоимость рассматриваемого бизнеса, рассчитанного как колл-опцион на активы компании, составила \$420 тыс. Полученное значение достаточно объективно (при имеющейся информации — бухгалтерском балансе и отчете о прибылях и убытках за один отчетный период), и при проведении переговоров о покупке рассматриваемого бизнеса следует исходить из этой цифры. Вместе с тем есть смысл оценить стоимость компании исходя из предположения об оптимизации налоговых платежей. В этом случае при моделировании долга не учитывался краткосрочный заем в размере 4000 тыс. руб. Другие исходные данные были оставлены прежними. При таком сценарии стоимость бизнеса увеличилась до \$485 тыс. Таким образом, возможный диапазон стоимости компании (основанный на имеющейся информации) составляет \$420–485 тыс.

Контрольные вопросы

1. Раскройте содержание модели оценки бизнеса с помощью опционов.
2. Какова практика использования модели Блэка–Шоулза для оценки стоимости бизнеса?
3. Каковы преимущества метода опционов по сравнению с традиционными подходами (затратным, сравнительным, доходным)?
4. Почему метод опционов чаще всего применяется для оценки месторождений?

Глава 9

Оценка стоимости различных видов имущества предприятия

В главе приведены алгоритмы определения стоимости различных видов имущества предприятия с использованием рассмотренных выше подходов и методов.

9.1. Оценка стоимости земельного участка

Земля в гражданский оборот была возвращена Указом Президента «О регулировании земельных отношений и развитии аграрной реформы в России» от 27 октября 1993 г. № 1767. Сделки с землей регулируются Гражданским кодексом РФ, Положением о порядке ведения государственного земельного кадастра, положением о проведении конкурсов и аукционов по продаже земельных участков и других операций с землей, Указом Президента РФ «О дополнительных мерах по наделению граждан земельными участками» от 23 апреля 1993 г. № 480, Основными положениями Государственной программы приватизации государственных и муниципальных предприятий РФ с 1 июля 1994 г., утв. Указом Президента РФ от 22 июля 1994 г. № 1535, Постановлением Правительства РФ «О порядке осуществления прав собственников земельных долей и имущественных прав» от 1 февраля 1995 г. № 96, Указом Президента РФ «О праве собственности граждан и юридических лиц на земельные участки под объектами недвижимости в сельской местности» от 14 февраля 1996 г. № 198, а также Указом Президента РФ «О реализации конституционных прав граждан на землю» от 7 марта 1996 г. № 337. Различаются нормативная и рыночная стоимости земельного участка. Оценщик имеет дело прежде всего не с нормативной ценой земли, а с рыночной, складывающейся не в последнюю очередь под влиянием спроса и предложения. При оценке рыночной стоимости земельного участка необходимо определить состав оцениваемых прав на него. Частная собственность признается лишь для участков со следующими условиями использования: индивидуальное (жилищное) строительство; крестьянское (фермерское) хозяйство; личное подсобное, садоводческое или дачное хозяйство; приватизированные участки под предприятиями. На сегодняшний день в большинстве случаев объектом оценки является не абсолютное (полное) право собственности на земельный участок, а лишь право пользования долгосрочной арендой. Соответственно рыночным выражением этого оцениваемого права является уже не рыночная (продажная) стоимость земельного участка, а рыночная стоимость права долгосрочной аренды.

Теоретически общеизвестно, что стоимость земли, как и других товаров, отражает ее текущую ценность с точки зрения получения будущего дохода. В случае коммерческого использования будущие доходы земельного участка зависят от ожидаемой величины годовой арендной платы (условно начисленной ренты) за вычетом расходов на освоение и эксплуатацию участка, т. е.:

$$V_з = (D_в - И) / K_к,$$

где $V_з$ — стоимость участка земли; $D_в$ — реальный или условно начисленный валовый доход; $И$ — ожидаемые издержки; $K_к$ — ставка (коэффициент) капитализации.

В Методических рекомендациях оценки стоимости земельных участков, утвержденных Минимуществом России, принята классификация методов оценки земельных участков, в целом соответствующая классификации и содержанию методов оценки земли, рекомендуемым Международными стандартами оценки. В рекомендациях рассматриваются следующие методы оценки земли:

- техники остатка для земли;
- средневзвешенного коэффициента капитализации;
- сравнения продаж;
- разбиения;
- капитализации;
- валового рентного мультипликатора.

9.1.1. Метод техники остатка для земли

При применении данного метода должны быть известны: стоимость зданий и сооружений; чистый операционный доход, приносимый землей, зданиями и сооружениями; коэффициенты капитализации для земли, зданий и сооружений.

Расчеты данным методом выполняются в несколько шагов.

1. Чистый операционный доход распределяется между землей, зданиями и сооружениями. Для определения дохода, относимого к зданиям и сооружениям, необходимо стоимость зданий и сооружений умножить на коэффициент капитализации зданий и сооружений:

$$Y_{зд} = V_{зд} \times R_{зд},$$

где $V_{зд}$ — текущая стоимость зданий и сооружений; $Y_{зд}$ — чистый операционный доход, приходящийся на здания и сооружения; $R_{зд}$ — коэффициент капитализации для зданий и сооружений.

Коэффициент капитализации для зданий и сооружений можно взять из финансовой таблицы шести функций сложного процента (графа «Взнос на амортизацию денежной единицы») или рассчитать по формуле:

$$R_{зд} = R_{возм} + R_{зем},$$

где $R_{возм}$ — коэффициент (возврата) возмещения капитала; $R_{зем}$ — коэффициент капитализации для земли. Капитализация в этом случае проводится только по ставке дохода на инвестиции без учета возмещения капитала, так как считается, что земля не изнашивается.

2. Определяется остаток чистого операционного дохода, относимый к земле, — из общего чистого операционного дохода вычитается доход, относимый к зданиям и сооружениям:

$$Y_{\text{зем}} = Y - Y_{\text{зд}},$$

где $Y_{\text{зем}}$ — чистый операционный доход, относимый к земле; Y — общий чистый операционный доход.

3. Рассчитывается остаточная стоимость земли путем капитализации остаточного чистого операционного дохода от земли:

$$V_{\text{зем}} = Y_{\text{зем}} / R_{\text{зем}},$$

где $V_{\text{зем}}$ — остаточная стоимость земли; $R_{\text{зем}}$ — коэффициент капитализации для земли.

Пример 1. Предположим, что стоимость недавно построенных зданий и сооружений составляет \$450 000, а продолжительность их экономически полезной жизни — 50 лет. Соответствующая им ставка дохода на инвестиции определена в 12%, поскольку именно такой уровень доходности обеспечивает конкурентоспособность данного проекта по сравнению с другими вариантами инвестиций, характеризующимися схожим риском. Возмещение инвестиций в здания должно вестись по прямолинейному методу. Ежегодная норма возврата капитала составляет 2% ($100\%/50$ лет = 2% в год). Следовательно, общая требуемая ставка дохода для зданий и сооружений равна 14% ($12\% + 2\% = 14\%$). Годовой чистый операционный доход для первого года оценивается в \$65 000. Требуемая ставка дохода на \$450 000, вложенные в здания и сооружения, составляет 14%, или \$63 000. Если вычесть эту величину из суммы чистого операционного дохода в \$65 000, то получим \$2000 остатка для земли. Последняя сумма, капитализированная по ставке 12% при неограниченном сроке получения дохода, позволяет оценить землю в \$16 666,67. Доход от земли капитализирован без ограничения срока его получения, поскольку считается, что земля не изнашивается. Таким образом, общая стоимость объекта оценивается в \$467 000 (\$450 000 для зданий + \$16 666,67 для земли = \$466 666,67; округленно \$467 000).

Техника остатка для земли может быть использована при определении варианта наиболее эффективного использования. При применении метода техники остатка для земли возможно получение отрицательной величины остаточного дохода, приписываемого земле. Это может свидетельствовать о том, что здание является избыточным улучшением для данного участка.

9.1.2. Метод средневзвешенного коэффициента капитализации

В данном случае используется «долевой» подход к оценке. Расчеты этим методом также выполняются в несколько этапов:

1. Приблизительно рассчитываются пропорции, в которых стоимость недвижимости делится на стоимость земельного участка и стоимость зданий и сооружений. Традиционно для этого используются данные о нормативных ценах земли и ценах на строительные работы.

2. Определяется средневзвешенный общий коэффициент капитализации — коэффициент, используемый для капитализации всего чистого операционного дохода. Он рассчитывается исходя из структуры стоимости объекта, т. е. распределения на стоимость земли и стоимости зданий и сооружений, по формуле:

$$R_{\text{ср}} = R_{\text{зд}} D_{\text{зд}} + R_{\text{зем}} D_{\text{зем}},$$

где $R_{\text{ср}}$ — средневзвешенный (общий) коэффициент капитализации; $D_{\text{зд}}$, $D_{\text{зем}}$ — процентная доля зданий, сооружений и земельного участка в общей стоимости.

Если ожидается прирост или снижение стоимости объекта, общий коэффициент капитализации должен быть подвергнут корректировке. В случае прироста стоимости фактор фонда возмещения, соответствующий периоду владения объектом, следует умножить на процентный прирост стоимости за этот период, а полученный результат вычесть из требуемой ставки конечной отдачи. В случае же снижения стоимости фактор фонда возмещения, умноженный на процентный прирост стоимости за этот период, прибавляется к требуемой ставке конечной отдачи.

3. Определяется стоимость всего недвижимого имущества методом капитализации дохода:

$$V = Y/R_{\text{ср}},$$

где V — стоимость всего недвижимого имущества.

Стоимость земельного участка рассчитывается с помощью долевого коэффициента:

$$V_{\text{зем}} = V D_{\text{зем}}.$$

Пример 2. Предположим, что стоимость зданий и сооружений оценена в 90% от общей стоимости собственности, а земли — в 10%, продолжительность экономической жизни зданий и сооружений — 50 лет, ставка дисконта — 12%, чистый операционный доход — \$65 000. Расчет общего коэффициента капитализации показан в табл. 9.1.

Таблица 9.1. Расчет общего коэффициента капитализации. Прямолинейное возмещение (убывающий доход)

Актив	Доля в стоимости	Коэффициент капитализации	Взвешенный коэффициент
Здания	90	0,14	0,126
Земля	10	0,12	+0,012
Взвешенный коэффициент капитализации			0,138
Оценочная стоимость: $65000/0,138 = \$471015$			
Округленно: \$471000			

Стоимость земли — $\$471\,000 \times 0,1 = \$47\,100$.

Стоимость зданий — $\$471\,000 - 47\,100 = \$423\,900$.

9.1.3. Метод сравнения продаж

В случае применения данного метода оценщик сначала выявляет на соответствующем рынке недвижимости ряд фактических продаж земельных участков, аналогичных оцениваемому по совокупности множества показателей, включая целевое использование, и собирает для подобранных аналогов необходимую сравнительную (рыночную) информацию (цена продажи, величина арендной платы и т. д.). Затем эта информация о сделках проверяется на возможность использования в процессе оценки, чтобы убедиться в ее достоверности и разумности. Наконец, в объекты-аналоги вносятся поправки на различия между объектом оценки и каждым из сопоставимых участков (размер, местоположение, тип почв, рельеф, экономические условия и т. д.).

Покажем на простом примере, как выполняется анализ сравнимых продаж и вводятся поправки на размер, физические характеристики и месторасположение участков (табл. 9.2, 9.3).

Таблица 9.2. Исходные данные по искомому земельному участку и аналогам

№ аналогов	Цена, \$	Размер	Физическая характеристика	Местоположение
Искомый	?	60 × 150	Холмист	На берегу реки
1	6250	60 × 175	Холмист	На другом берегу реки
2	5750	60 × 175	Холмист	Вверх по реке
3	5300	60 × 150	Ровный	Вниз по реке
4	7450	60 × 150	Ровный	В центре города

Таблица 9.3. Процедура последовательного вычитания

Характеристики	Искомый объект	Аналоги			
		1	2	3	4
Цена, \$	9	6250	5750	5300	7450
Размер		-500	0	0	0
Физическая характеристика		0	0	+450	+450
Местоположение		0	0	0	-2150
Корректировка		-500	0	+450	-1700
Скорректированная стоимость		5750	5750	5750	5750
Стоимость искомого объекта	5750				

Достоинство метода — простота использования. Недостаток — не всегда имеются сравнительные данные, что характерно для условий современной России, где даже в Москве трудно набрать достаточное количество сопоставимых продаж прав аренды земельных участков промышленного использования.

К данному классу методов относится также метод переноса (иногда его называют методом соотнесения). Этот метод основан на определении соотношения между стоимостью земельного участка и возведенных на нем сооружений. Исходят из теоретической предпосылки, что существует устойчивая связь между стоимостью земли и стоимостью сооружений для определенного типа недвижимости в определенном регионе. Следовательно, если в районе расположения оце-

ниваемого объекта не набралось достаточного количества сравнимых продаж, то следует поискать похожие регионы и собрать данные по продажам в этих регионах, затем определить типичные соотношения между стоимостью земли и общей стоимостью объекта недвижимости и использовать это соотношение при анализе продаж участков, которые будут служить объектом сравнения в оцениваемом регионе. Отсутствие более или менее развитой базы данных на отечественном рынке недвижимости делает возможным использование данного метода в более прямом варианте: подбираются продажи аналогичных по использованию участков с аналогичными характеристиками в соседних регионах и с соответствующими поправками переносятся в район объекта оценки.

9.1.4. Метод капитализации

Стоимость земельного участка определяется капитализацией доходов. Рассчитывается коэффициент капитализации:

$$R = Y_{\text{ан}} / V_{\text{ан}},$$

где $Y_{\text{ан}}$ — чистый операционный доход аналога; $V_{\text{ан}}$ — продажная цена аналога.

Определяется вероятная стоимость объекта оценки:

$$V = Y/R.$$

Метод капитализации земельной ренты удобен при оценке земельного участка в случае аренды последнего отдельно от зданий и сооружений, когда арендатор несет ответственность за уплату имущественного налога и другие расходы. Если условия договора аренды достаточно точно отражают сложившуюся ситуацию на рынке аренды, то возможна непосредственная капитализация суммы чистой арендной платы в земельную собственность.

Пример 3. Земельный участок приносит собственнику ежеквартальный доход \$100. Коэффициент капитализации для земельного участка равен 10%. В этом случае годовая рента: $100 \times 4 = \$400$. Рыночная стоимость земельного участка:

$$400 : 0,1 = \$4000.$$

9.1.5. Метод разбиения земельного участка при определении стоимости

Этот метод используется в тех случаях, когда необходимо определить стоимость земельного участка, пригодного для разбиения на отдельные индивидуальные участки. Алгоритм применения метода следующий:

1. Определяются количество и размеры индивидуальных участков.
2. Рассчитывается стоимость освоенных участков с помощью метода сопоставимых продаж.
3. Рассчитываются издержки освоения и издержки, связанные с продажей, инженерные расходы по расчистке, разметке, окончательной подготовке земли, расходы на строительство дорог, подземных инженерных коммуникаций, оплата налогов, комиссионных за продажу и рекламу, а также рассчитывается разумная предпринимательская прибыль.
4. Сопоставляются графики освоения и предполагаемых продаж.

5. Определяются величины выручки от продажи индивидуальных участков.
6. Определяется чистая выручка от продажи путем вычитания издержек освоения, издержек по продаже и предпринимательской прибыли из предполагаемой выручки от продажи участков.
7. Определяется ставка дисконта.
8. Дисконтируется чистая выручка от продажи земельных участков для расчета стоимости земельного участка, разбитого на отдельные участки.

Классический затратный подход, как правило, не применяют непосредственно для оценивания земельных участков. Но заложенный в нем остаточный принцип используют в других методах данного класса, например в методе абстрагирования. Метод абстрагирования, известный также как метод оценки земли по остаточному принципу, основан на затратной модели: из цены продажи освоенного земельного участка вычитается стоимость освоения, определенная как стоимость замещения (восстановительная стоимость). Рассчитанная таким образом стоимость земли используется как дополнительная информация в методе сравнения продаж. Этот метод рекомендован Госкомземом РФ для выполнения кадастровой оценки земельных участков, включая и участки промышленного назначения, всем субъектам федерации: «Рыночные цены единицы площади земли типичных земельных участков устанавливаются... по земельным участкам, застроенным индивидуальными жилыми домами, дачами, коттеджами, садовыми домиками, с применением затратного метода, предусматривающего вычитание восстановительной стоимости за минусом износа... из общей рыночной цены объекта недвижимости...»

Рассмотренные выше методы достаточно эффективны для оценки земельных участков производственного назначения, сравнительно небольших по площади и расположенных в составе селитебных территорий.

Если же оценке подлежат производственные (промышленные) участки, расположенные в производственных, промышленных, коммунально-складских зонах, зонах внешнего транспорта, то их оценивание становится достаточно проблематичным. Ведь в их составе на данный момент мы не в состоянии подобрать достаточного количества проданных или переданных в аренду земельных участков для использования метода сравнения продаж или получить сведения о потоках доходов, которые позволили бы воспользоваться одним из методов доходного класса. А это практически все производственные территории населенных пунктов России.

К числу затратных относятся и нормативные методы оценивания земли. Они основаны на использовании жестких нормативов, утвержденных законодательными, руководящими и регламентирующими документами федерального и муниципального уровней, и предполагают однозначность оценивания собственности. В Российской Федерации Закон «О плате за землю» предусматривает использование нормативной цены земельных участков в установленных им целях. Введение института нормативной цены земли следует рассматривать как временную, вынужденную, но, по-видимому, социально оправданную меру, предназначенную для регулирования земельных отношений и становления развития земельного рынка.

В Санкт-Петербурге расчет нормативной цены земли за 1 м² в ставках земельного налога производится в соответствии с Распоряжением Администрации Санкт-Петербурга от 26 ноября 2001 г. № 1229-ра.

Со вступлением в силу Закона Санкт-Петербурга «О порядке предоставления объектов, находящихся в собственности Санкт-Петербурга для строительства и реконструкции» от 17 июня 2004 г. № 282-43 предусматривается передача городских земель и объектов через процедуру торгов. Согласно закону, торги будут вестись по трем основным направлениям: 1) торги по полному пакету документов на право заключения инвестиционного договора на проектирование и строительство; 2) продажа аварийных зданий с правом их реконструкции; 3) торги по так называемому неполному пакету — продажа шестилетнего права аренды земельного участка.

Со второго квартала 2004 г. на основании Постановления Правительства Российской Федерации «Об организации и проведении торгов по продаже находящихся в государственной или муниципальной собственности земельных участков или права на заключение договоров аренды таких земельных участков» от 11 ноября 2002 г. № 808 и в целях исполнения Постановления Правительства Санкт-Петербурга о «О предоставлении в аренду находящихся в государственной собственности и расположенных на территории Санкт-Петербурга земельных участков» от 16 марта 2004 г. № 405 проводятся торги по третьему варианту.

9.2. Оценка стоимости зданий и сооружений

Оценка восстановительной стоимости, или стоимости замещения, осуществляется: методом сравнительной единицы, методом поэлементного расчета (разбивки на компоненты), индексным способом оценки.

9.2.1. Метод сравнительной единицы

Метод сравнительной единицы включает следующие этапы.

1. На основе данных об издержках строительства аналогичных объектов разрабатываются нормативы затрат на строительные работы. В качестве типичного сооружения лучше всего использовать недавно построенный объект, для которого известна контрактная цена.
2. Норматив удельных затрат умножается на общую площадь или объем оцениваемого здания.
3. Вносятся поправки на особенности оцениваемого объекта.

Полная стоимость воспроизводства оцениваемого здания находится по формуле:

$$ПСВ = В \times V_{\text{стр}} \times k,$$

где ПСВ — полная стоимость воспроизводства; В — восстановительная стоимость единицы измерения (1 м³) данного типа здания; $V_{\text{стр}}$ — строительный объем здания; k — поправочный коэффициент, учитывающий отличие конструктивного решения здания, внутреннего оборудования, климатического района и территориального пояса.

Этот метод очень широко применяется оценщиками в их практической деятельности, особенно при проведении переоценки основных фондов предприятий.

Пример 4. Требуется оценить здание главного корпуса завода ЖБИ, расположенного в Челябинской области. $V_{\text{стр}} = 125\,000 \text{ м}^3$. Фундаменты столбовые, колон-

ны и подкрановые балки железобетонные, стены кирпичные, покрытие железобетонное утепленное, кровля рулонная¹.

Челябинская область относится ко второму территориальному поясу и первому климатическому району.

Определяем ПВС здания по сб. № 8 укрупненных показателей восстановительной стоимости зданий и сооружений промышленности строительных материалов.

Согласно табл. 2 и указаниям п. 9 технической части настоящего сборника, восстановительная стоимость 1 м³ здания составит:

$$8,3 \times 1,1 = 9,13 \text{ руб.},$$

где 8,3 — восстановительная стоимость здания для второго территориального пояса; 1,1 — поправочный коэффициент для первого климатического района.

ПВС на 1 января 1969 г. составит:

$$9,13 \times 125\,000 = 1\,141\,250 \text{ руб.}$$

Стоимость на дату оценки составит:

$$1\,141\,250 \times 12,0 = 13\,695\,555,0 \text{ руб.},$$

где 12,0 — индекс цен от 1 января 1969 г. до даты оценки.

9.2.2. Метод поэлементного расчета (разбивки на компоненты)

Расчет ведется в следующей последовательности.

1. Разбивка здания на отдельные элементы (фундамент, стены, каркас, крышу и т. д.).
2. Расчет расходов, требуемых для установки конкретного элемента в строящемся здании на дату оценки.
3. Суммирование поэлементных затрат.

Пример 5. Затраты на кладку 1 м³ стены из керамического кирпича на конец 1999 г. составляют 561 000 руб., в том числе 28 000 руб. накладные расходы, и включают:

- стоимость материалов — 487 000 руб.;
- зарплата рабочих-строителей — 22 000 руб.;
- эксплуатация машин — 10 000 руб.;
- в том числе зарплата машиниста — 3000 руб.;
- накладные расходы и плановые накопления — 42 000 руб.

Следовательно, если известен объем стен оцениваемого здания, например 120 м³, то можно определить стоимость на 1 января 2000 г.:

$$561\,000 \text{ руб.} \times 120 \text{ м}^3 = 67\,320\,000 \text{ руб.}$$

¹ Пример цитируется по: Коростелев С. П. Основы теории и практики оценки недвижимости: Учебное пособие. М., 1998. С. 72–73.

Исходную информацию для применения этого метода можно найти в периодически издаваемых межрегиональных информационно-аналитических бюллетенях фирмы КО-ИНВЕСТ «Индексы цен в строительстве».

Пример расчета стоимости воспроизводства здания офиса с использованием сборника КО-ИНВЕСТ приведен в табл. 9.4.

Таблица 9.4. Расчет стоимости воспроизводства здания

№ п/п	Наименование работ	Единица измерения	Количество	Расценка, тыс. руб.	Сумма, тыс. руб.
1	Разработка грунта экскаватором	1000 м ³	1,621	1674	2713,554
2	Транспорт грунта на расстояние 2 км	100 т	25,94	348	9027,12
3	Устройство ж/б фундаментов	100 м ³	1,765	108106	190807,09
4	Кладка наружных стен из керамического кирпича	м ³	761,22	473	360057,06
5	Установка навесных панелей из гипсокард. листов с эффект. уплотнением	100 м ²	1,51	22838	34485,38
6	Монтаж стальных конструкций многослойных облегченных	100 м ²	1,37	29627	40588,99
7	Кладка внутренних стен из керамического кирпича	м ³	232,55	473	109996,15
8	Установка санитарно-технических кабин	шт	7	2727	19089
9	Устройство перегородок из керамического кирпича	100 м ²	6,96	6217	43270,32
10	Монтаж металлических каркасов перегородок	т	2,8	6092	17057,6
11	Остекление перегородок профстеклом	100 м ²	1,56	18756	29259,36
12	Устройство перегородок из гипсокартона	100 м ²	3,97	15638	62082,86
13	Укладка многопустотных плит перекрытия	100 м ²	14,31	15277	218613,87
14	Монтаж металлоконструкций перекрытий и покрытий	100 м ²	2,37	4437	10515,69
15	Устройство деревянных конструкций стропил	м ³	13,68	973	13310,64
16	Устройство теплоизолирующих кровель плитками минераловатными	100 м ²	9,32	2013	18761,16
17	Устройство покрытий из профилирующего настила	100 м ²	9,32	8619	80329,08
18	Устройство подвесных потолков из алюминиевых конструкций	100 м ²	4,77	24921	118873,17
19	Устройство подстилающих слоев из легкого бетона	100 м ²	6,96	1390	9674,4

Таблица 9.4 (окончание)

№ п/п	Наименование работ	Единица измерения	Количество	Расценка, тыс. руб.	Сумма, тыс. руб.
20	Укладка полов из линолеума и полимерных плит	100 м ²	8,53	4473	38154,69
21	Устройство бетонных полов	100 м ²	2,52	1677	4226,04
22	Устройство полов из досок	100 м ²	13,32	2839	37815,48
23	Укладка полов из керамических плиток	100 м ²	4,44	6669	29610,36
24	Заполнение деревянными оконными блоками проемов	100 м ²	1,264	18381	23233,584
25	Остекление стеклом оконным	100 м ²	2,175	4822	10487,85
26	Установка деревянных блоков дверей	100 м ²	0,68	13822	9398,96
27	Монтаж стальных конструкций ворот, дверей	т	3,2	5778	18489,6
28	Штукатурка по камню и бетону поверхностей фасадов	100 м ²	10,24	2371	24279,04
29	Штукатурка внутренних поверхностей	100 м ²	32,8	1587	52053,6
30	Облицовка поверхностей керамическими плитками	100 м ²	2,14	7318	15660,52
31	Подготовка поверхностей под окраску	100 м ²	32,8	270	8856
32	Окраска поверхностей масляными красками	100 м ²	32,8	1791	58744,8
33	Наружная отделка искусственными плитками	100 м ²	2	9367	18734
34	Внутренние санитарные и электротехнические работы				557385
35	Прочие работы				483271

Итого: 2 228 925,018 руб.

Стоимость воспроизводства с учетом НДС: 3 334 710,022 руб.

Стоимость с учетом приведения к условиям г. Санкт-Петербурга: 4 088 354,486 руб.

Стоимость воспроизводства на дату оценки (1 января 2000 г.): 3 851 229,926 руб.

9.2.3. Индексный способ оценки

Индексный способ оценки осуществляется посредством умножения балансовой стоимости объекта на соответствующий индекс для переоценки основных фондов, утвержденный Правительством РФ.

9.2.4. Определение износа зданий и сооружений

После определения полной стоимости восстановления или замещения из полученной величины вычитается износ для расчета остаточной стоимости объекта. Понятие «износ», используемое оценщиками, и понятие «износ», используемое бухгалтерами, отличаются друг от друга.

Термин «износ» в теории оценки понимается как утрата полезности объекта, а следовательно, и его стоимости по различным причинам, а не только вследствие фактора времени. В бухгалтерском учете под износом понимается механизм переноса издержек на себестоимость продукции на протяжении нормативного срока службы объекта.

В практике оценки применяется несколько методов определения износа зданий и сооружений: метод срока жизни и метод разбиения на виды износа.

Метод срока жизни

Срок экономической жизни — это временной отрезок, в течение которого объект можно использовать, извлекая прибыль. В этот период улучшения вносят вклад в стоимость объекта. Срок экономической жизни объекта заканчивается, когда производимые улучшения перестают вносить вклад в его стоимость вследствие общего устаревания объекта.

Срок физической жизни объекта — это период времени, в течение которого здание существует. Срок физической жизни заканчивается сносом здания.

Эффективный возраст (экспертно оцениваемый) основан на оценке внешнего вида объекта с учетом его состояния, дизайна и экономических факторов, влияющих на его стоимость.

Срок оставшейся экономической жизни здания составляет период от даты оценки и до окончания экономической жизни объекта.

Нормативный срок службы — определенный нормативными актами срок службы зданий и сооружений.

В зависимости от того, каков был уход за зданием, проводились ли работы по ремонту, модернизации, или переоборудованию или нет, эффективный возраст здания может быть больше или меньше его физического возраста.

При бухгалтерском начислении амортизации исходят из предположения о равномерном старении здания. Такой подход для оценщика неприемлем. Он должен прежде всего исходить из эффективного возраста и определять оставшийся срок экономической жизни. На срок экономической жизни влияют многие факторы, такие как экономические условия, вкусы потребителей и др., которые могут резко изменить оставшийся срок экономической жизни. Однако в расчетах оценщик исходит из того, что в оставшийся срок экономической жизни не произойдет существенных изменений.

Этот метод основан на визуальном осмотре здания и базируется на опыте и суждениях оценщика.

Метод расчета износа предполагает, что эффективный возраст, выраженный в процентах, отражает типичный срок экономической жизни так же, как процент накопленного износа отражает общие издержки воспроизводства.

Взаимосвязь между износом, восстановительной стоимостью, эффективным возрастом и типичным сроком экономической жизни здания выражается следующей формулой:

$$И/ВС = ЭВ/ЭЖ,$$

где И — износ; ВС — восстановительная стоимость; ЭВ — эффективный возраст; ЭЖ — срок экономической жизни.

Метод срока жизни может применяться либо для расчета суммарного износа, включающего физический, функциональный и внешний износ, либо для расчета только одного вида износа.

Применение этого метода доказывает, что здания одного и того же физического возраста в зависимости от их состояния, ухода за ними, проведенных ремонтных работ будут иметь различный износ.

Метод разбиения на виды износа

Метод разбиения на виды износа заключается в учете всех видов износа: устранимого физического, неустрашимого физического, устранимого функционального, неустрашимого функционального, внешнего.

В соответствии с этим методом совокупный износ определяется как сумма физического, функционального и внешнего износа здания:

$$СИ = I_{\text{физ}} + I_{\text{функ}} + I_{\text{вн}}.$$

1. Физический износ — физическое ухудшение объекта включает любое его физическое изнашивание и определяется путем суммирования устранимого и неустрашимого износа:

$$I_{\text{физ}} = I_{\text{устр. физ}} + I_{\text{неустр. физ}}.$$

Расчет неустрашимого износа производится по формуле:

$$I_{\text{неустр. физ}} = \text{эф. возр.} / \text{экон. ж.},$$

где эф. возр. — эффективный возраст здания; экон. ж. — экономический срок жизни.

Любой недостаток можно исправить, но если при этом затраты превосходят потенциальные выгоды, он считается неустрашимым.

Физический износ может быть определен путем непосредственного обследования элементов здания. Значения величин износа будут определяться опытом и знаниями оценщика. В ряде случаев для этой работы могут быть привлечены специалисты.

2. Функциональный износ — износ, связанный с дополнениями и улучшениями, также делится на устранимый и неустрашимый износ. Если износ устраним, то он определяется как разница между затратами на установку какой-либо системы на оцениваемом объекте и затратами на ее установку на новом объекте.

Пример 6. Система горячего водоснабжения в новом доме стоит \$20 000, а чтобы установить ее в старом доме, потребуется \$25 000. Значит, функциональный износ составит \$5000.

В теории оценки имеется понятие, которое на первый взгляд является нелогичным. Это понятие *износа, вызванного избытком чего-либо*.

Если обратить внимание на алгоритм затратного метода, который предусматривает вычитание износа из полной стоимости восстановления, то станет очевидно, что излишества, имеющиеся у объекта, например излишне прочный фундамент, могут привести к неправильной стоимости объекта. Поэтому стоимость этих излишеств должна быть вычтена из общей стоимости.

Такое понятие напрочь отсутствовало в условиях социалистической экономики и поэтому трудно воспринимается контролирующими органами и заказчиками. Задача оценщика — подробно объяснить это понятие в отчете, если он их учитывает.

Излишний фундамент, излишняя толщина или высота стен здания, излишнее оборудование, установленное старым владельцем для удовлетворения своих потребностей, — все это можно отнести к неустранимому функциональному износу.

Пример 7. Рассмотрим неисправимое функциональное устаревание.

Производственное здание имеет высоту 24 м, его восстановительная стоимость равна \$1 200 000. В данном секторе рынка недвижимости и в соответствии с современными технологическими требованиями необходимо, чтобы аналогичное здание имело высоту 16 м. Расчеты показали, что затраты на строительство такого же здания составят \$1 000 000 (стоимость замещения). В остальном здания идентичны, так как соответствуют всем необходимым требованиям. Установлено, что эксплуатационные затраты для обогрева воздушного пространства, образованного излишней высотой здания, больше на \$5000 в год, чем требуется для обогрева здания высотой 16 м. Физический износ существующего здания равен 10%. Коэффициент капитализации для данного сектора рынка недвижимости равен 12,5%. Следует учесть, что затраты на изменение высоты здания с 24 м до 16 м будут существенными (демонтаж элементов и новое устройство), и, естественно, они несопоставимы с дополнительными эксплуатационными затратами в год, поэтому данное функциональное устаревание неустранимо (экономически нецелесообразно). Определение полного функционального устаревания дано в табл. 9.5

Таблица 9.5. Определение стоимости объекта с учетом функционального устаревания

Стоимость существующего конструктивного элемента \$1200000 – \$1000000	\$200000
Физическое ухудшение — 10% от \$200000	–\$20000
Стоимость демонтажа	+\$0,000
Стоимость потери в ценности объекта недвижимости: \$5000/0,125	+\$40000
Полное функциональное устаревание	\$220000

3. Внешний (экономический) износ выражается в снижении функциональной пригодности недвижимости, вызванной внешними по отношению к ней негативными факторами. Внешний износ в большинстве случаев неустраним. Традиционно рассчитывается двумя способами: *методом парных продаж* (сравниваются два сопоставимых объекта, один из которых имеет признаки внешнего износа, а другой — нет, разница в ценах продаж трактуется как внешний износ) и *методом капитализации рентных потерь* (экономический износ при этом равен произведению потерь в арендной плате на валовой рентный мультипликатор).

Для определения внешнего износа, как правило, используется формула:

$$\text{Вн. изн.} = \frac{\Delta\text{Д}}{\text{НК}_{\text{зд}}} = \frac{\text{ЧОД}_{\text{без вн улуч}} - \text{ЧОД}_{\text{с вн улуч}}}{\text{НК}_{\text{зд}}}$$

где $\Delta\text{Д}$ — потеря дохода; $\text{НК}_{\text{зд}}$ — норма капитализации здания.

Пример 8. Допустим, вы анализируете объект за \$100 000. Валовой рентный мультипликатор у подобного объекта равен 4, у оцениваемого объекта — 5. Тогда потенциальный валовой доход подобного объекта равен $100\ 000 : 4 = \$25\ 000$, а у оцениваемого $100\ 000 : 5 = \$20\ 000$. Следовательно, внешний износ равен \$5000. Однако при этом необходимо учитывать, что часть износа относится к земле.

9.3. Оценка рыночной стоимости машин и оборудования

9.3.1. Место оценки машин и оборудования в общей системе оценки имущественного комплекса предприятия

Машины и оборудование вместе с транспортными средствами являются крупнейшим активом предприятий и составляют наибольшую часть промышленных основных фондов.

Инженерно-техническая сложность, разнообразие функциональных, эксплуатационных и конструктивных характеристик машин и оборудования делают осуществление их классификации непростой задачей, усугубляющейся различием тех целей и задач, для которых классификация осуществляется. Этим объясняется наличие нескольких не совпадающих между собой классификационных систем машин и оборудования. В настоящее время действуют:

- Общероссийский классификатор продукции (ОКП), утвержденный Постановлением Госстандарта РФ от 30 декабря 1993 г. № 301 и введенный в действие с 1 января 1994 г. В соответствии с этим классификатором разрабатывается, в частности, статистическая отчетность;
- Общероссийский классификатор основных фондов (ОКОФ), утвержденный Постановлением Госстандарта РФ от 26 декабря 1994 г. № 359 и введенный в действие с 1 января 1996 г. В оценочной практике этот классификатор впервые был задействован в связи с переоценкой основных фондов по состоянию на 1 января 1996 г.;
- Единые нормы амортизационных отчислений на полное восстановление основных фондов народного хозяйства, утвержденные Постановлением Совета Министров СССР от 22 сентября 1990 г. № 1072;
- Товарная номенклатура внешнеэкономической деятельности (ТНВЭД).¹

Независимо от используемой системы классификации при оценке рыночной стоимости оборудования рекомендуется группировать его по следующим видам:

- основное технологическое;
- вспомогательное;
- автотранспортное;
- офисное — компьютерная техника, техника связи, множительная техника;
- производственный и хозяйственный инвентарь, включая мебель.

Такая группировка облегчает процесс оценки рыночной стоимости. Так, методы оценки рыночной стоимости основного технологического и вспомогательного обо-

¹ *Абдуллаев, Н. А.* Оценка стоимости предприятия (бизнеса): Учебное пособие / Под ред. Н. А. Абдуллаева, Н. А. Колайко. М., 2000.

рудования могут быть различными; на автотранспортное и офисное оборудование, производственный и хозяйственный инвентарь, как правило, бывают известны рыночные цены, и т. д.

В составе первых двух групп целесообразно также выделять оборудование стандартизированное, серийно выпускаемое в России или за рубежом, и оборудование нестандартизированное, в том числе специальное оборудование собственного производства.

В отдельные группы целесообразно выделять также морально устаревшие машины и оборудование, снятые с производства, аналоги которых следует искать на вторичных рынках продаж. Целесообразно отдельно рассматривать оборудование к установке, оценка рыночной стоимости которого не связана условиями существующего использования, и импортное оборудование, оценка стоимости которого меньше зависит от процессов внутренней инфляции. Наконец, в процессе оценки рыночной стоимости целесообразно осуществлять стоимостной анализ всей совокупности машин и оборудования, разбивая их на группы по величине текущей балансовой стоимости, что позволяет в большей степени сосредоточиться на оборудовании, вносящем наибольший вклад в общую величину стоимости всего машинного парка рассматриваемого предприятия.

Машины и оборудование являются подразделом движимого имущества согласно классификатору ОКОФ, действующему в системе учета основных средств на предприятиях. Машины и оборудование — это устройства, преобразующие энергию, материалы, информацию. В зависимости от основного (преобладающего) назначения машины и оборудование делятся на энергетические (силовые), рабочие и информационные.¹

Энергетическое оборудование (силовые машины и оборудование) — машины с фундаментом и всеми приспособлениями к ним и принадлежностями, приборами и индивидуальным ограждением. К силовым машинам и оборудованию относятся машины-генераторы, производящие тепловую и электрическую энергию, и машины-двигатели, превращающие энергию любого вида (энергию воды, ветра, тепловую, электрическую и т. д.) в механическую.

Рабочие машины и оборудование — станки и аппараты, включая входящие в их состав приспособления, принадлежности и приборы, ограждение, а также фундамент, на котором смонтированы эти объекты. К рабочим машинам и оборудованию относятся машины, инструменты, аппараты и другие виды оборудования, предназначенные для механического, термического и химического воздействия на предмет труда (обрабатываемый предмет), который может находиться в твердом, жидком или газообразном состоянии, в целях изменения его формы, свойств, состояния и положения. К рабочим машинам относятся все виды технологического оборудования, включая автоматические машины и оборудование для производства промышленной продукции, оборудование сельскохозяйственное, транспортное, строительное, торговое, складское, водоснабжения и канализации, санитарно-гигиеническое и все другие виды машин и оборудования, кроме энергетических и информационных.

Информационные машины и оборудование предназначены для преобразования и хранения информации. К информационным машинам и оборудованию относят

¹ Есин М., Кислый М., Ковалев А. Наглядное представление методов оценки машин и оборудования (ч. 1) // Оборудование. 2003. № 3.

оборудование систем связи, средства измерения и управления, средства вычислительной техники и оргтехники, средства визуального и акустического отражения информации, средства хранения информации.

В общих чертах установки, машины и оборудование могут быть разделены на четыре категории:

- машины и оборудование, которые могут быть установлены полностью в связи с промышленными или торговыми процессами;
- оборудование, которое среди прочего включает мебель, арматуру и приспособления, средства транспорта, инвентарь, формы и свободно прикрепленную оснастку;
- заводские и промышленные строения, которые в высокой степени интегрированы с осуществляемым в них процессом или с оборудованием, возможность работы которого они обеспечивают, а также сооружения специализированного характера;
- связанные со зданием, относящиеся к категории установок, машины и оборудование, осуществляющие подачу электроэнергии, газа, воды, отопление, подачу горячей воды, кондиционирование воздуха и вентиляцию, пожарную охрану и обеспечение безопасности, дренаж, транспортировку лифтами и портальными кранами, когда эти услуги оказываются как часть промышленных процессов, осуществляемых лицом, занимающим данный объект¹.

Количество оцениваемых объектов на предприятии может достигать десятков тысяч единиц оборудования, разнообразного по назначению, устройству и характеристикам. При этом достаточно часто возникают трудности разграничения как единиц оборудования, так и объектов, относящихся к другим видам активов предприятия. С одной стороны, единицы машин и оборудования должны быть отграничены от объектов недвижимости. При этом в большинстве случаев проблем не возникает. Однако встречаются объекты, которые настолько основательно связаны со зданием или сооружением, что возможно с равным правом их отнесение как к недвижимости, так и к оборудованию. Четкое разграничение между объектами оборудования и недвижимости особенно важно при оценке имущества всего предприятия. С другой стороны, машины и оборудование как составляющие основных средств надо отличать от малоценных и быстроизнашивающихся предметов, которые относятся к оборотным средствам.²

Первичным объектом оценки рыночной стоимости является инвентарный объект — законченный предмет или комплекс предметов со всеми приспособлениями и принадлежностями, относящимися к оцениваемому объекту. В инвентарный объект, относящийся к силовым и рабочим машинам, производственному оборудованию, входят: фундамент, все приспособления, принадлежности, приборы и собственно сама машина или технологическое оборудование.³

¹ Микерин Г. И. Международные стандарты оценки. Кн. 1. М., 2000.

² Ковалев А. П. Оценка стоимости активной части основных фондов: Учебно-методическое пособие. М., 1997.

³ -Еситов В. Е., Маховикова Г. А., Терехова В. В. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). СПб., 2005.

При этом объектами оценки машин и оборудования в зависимости от целей и мотивов могут выступать:

- 1) функционально самостоятельные машины, агрегаты и установки, т. е. одна отдельно взятая машина или единица оборудования, когда определяются рыночная стоимость, страховая стоимость, ликвидационная стоимость, стоимость арендованного оборудования, утилизационная стоимость;
- 2) машинный или станочный парк производственного структурного подразделения, представляющий собой совокупность инвентарных объектов, т. е. множество условно независимых друг от друга единиц машин и оборудования, когда определяется восстановительная стоимость (полная стоимость воспроизводства);
- 3) технологические комплексы, объединяющие в соответствии с технологическим процессом технологические машины и вспомогательные устройства в поточные и автоматические линии, т. е. комплекс машин и оборудования с учетом имеющихся производственно-технологических связей как между отдельными элементами комплекса, так и между ними, с одной стороны, и окружающей их инженерно-технической инфраструктурой — с другой, когда определяются рыночная стоимость, ликвидационная стоимость, инвестиционная стоимость.

9.3.2. Особенности машин и оборудования как объектов оценки

Как объекты оценки машины и оборудование характеризуются следующими отличительными чертами:

- не связаны жестко с землей;
- могут быть перемещены в другое место без причинения невосполнимого физического ущерба как самим себе, так и той недвижимости, к которой они были временно присоединены;
- могут быть как функционально самостоятельными, так и образовывать технологические комплексы.

Перечисленные черты существенно отличают машины и оборудование от других видов имущества, прежде всего от зданий и сооружений, что, как правило, затрудняет процесс оценки.

Во-первых, для машин и оборудования нет таких обобщающих технико-экономических показателей, как стоимость 1 м² площади, 1 м³ объема, 1 погонного метра длины и т. п., а использование при оценке машин и оборудования удельных весовых стоимостей (например, тонны веса) если и приемлемо, то в крайне редких случаях.

Во-вторых, номенклатура машин и оборудования, их функциональные, конструктивные и эксплуатационные характеристики, а следовательно и ценовые параметры, изменяются более динамично и радикально. Это обстоятельство резко сужает возможности и границы применения в целях оценки средних цен или индексов средних цен.

В-третьих, машины и оборудование редко воспроизводятся в виде точных копий, что во многих случаях делает невозможным прямое определение их восстановительной стоимости как стоимости воспроизводства. Она трактуется в этих

случаях расширительно, т. е. не как стоимость воспроизводства, а как стоимость замещения, или (при отсутствии приемлемых аналогов) определяется индексными методами.

В-четвертых, для машин и оборудования гораздо более актуальной, чем для недвижимости, более трудной в определении и более значимой по своим последствиям является проблема физического и функционального (как морального, так и технологического) износа и обесценения.

В-пятых, при определении стоимости машин и оборудования, особенно сложных видов техники, необходимо учитывать степень их комплектности, ее соответствие требованиям стандартов, технических условий или другой нормативно-технической документации, внося соответствующие поправки.

Поэтому с оценкой сложной техники связана еще одна проблема — необходимость и возможность оценки этой техники не только в целом как единой системы или одной инвентарной единицы, но и по основным ее составляющим — узлам и агрегатам, которые на бухгалтерском учете рассматриваемого предприятия как самостоятельные инвентарные единицы могут и не состоять.

В-шестых, при оценке машин и оборудования необходимо учитывать наличие или отсутствие системы гарантийного и постгарантийного (ремонтного) обслуживания, а также степень ремонтпригодности оцениваемых объектов в случае осуществления ремонта собственными силами пользователя. При этом следует иметь в виду, что она определяется не только технической возможностью ремонта и сложностью его технологии, но и возможностью приобретения необходимого комплекта запасных частей. Так, для машин и оборудования, снятых с производства, как правило, прекращается и выпуск запчастей.

В-седьмых, перед всеми агентами товаропроводящей сети машин и оборудования (как на первичном, так и на вторичном рынке) остро стоят задачи продвижения товара и расширения рынков сбыта. Поэтому они далеко не всегда ориентируются на его себестоимость, цену приобретения или остаточную балансовую стоимость при определении нижней границы цены предложения. В силу этого она может быть и заниженной, что следует иметь в виду при ориентации на цены аналогов.

В-восьмых, в целях решения предыдущей задачи, у наиболее активных и, следовательно, наиболее массовых продавцов доля рекламных и маркетинговых затрат в цене единицы машины (оборудования) достигает больших величин, не позволяющих игнорировать их, что в некоторых случаях бывает необходимо, например при оценке дефицитной продукции. В то же время определение оценщиком этих элементов продажной цены объектов-аналогов далеко не всегда возможно, что существенно усложняет процесс оценки.

В-девятых, при оценке стоимости машин и оборудования методом рыночных сравнений необходимо учитывать ту стадию «жизненного цикла», на которой находится в момент оценки либо сам оцениваемый объект, либо объект-аналог, внося соответствующие коррективы в определяемую величину оценочной стоимости. (Следует помнить, что каждому этапу жизненного цикла соответствует своя ценовая политика.)

В-десятых, оценку стоимости машин и оборудования, особенно простыми методами (затратным и рыночных сравнений), затрудняет высокий удельный вес

импортного оборудования как в составе действующего машинного парка, так и особенно на сегодняшнем российском рынке машин: отечественные и импортные машины, как правило, несопоставимы не только по техническому уровню и уровню качества, но и по ценам.

Оценщику следует иметь в виду, что, согласно действующему законодательству, стоимость импортного товара складывается из его таможенной стоимости, суммы акцизов по подакцизным товарам, таможенной (импортной) пошлины, сборов за таможенное оформление, а также прочих накладных расходов по импорту без учета уплаченного НДС. Изменение таможенной и протекционистской политики существенно меняет цены на импортные машины и оборудование.

В-одинадцатых, многообразие типов, размеров, типопроисхождений, производителей, продавцов, наличие большого числа инвентарных единиц техники порождает свою цену предложения. И профессиональный оценщик должен уметь ориентироваться в этом море цен.

9.3.3. Методы оценки машин и оборудования

При оценке машин и оборудования применяются три подхода: затратный, сравнительный и доходный.

Затратный подход при оценке машин и оборудования основан на принципе замещения. Для определения стоимости восстановления или стоимости замещения, являющихся базой расчетов в затратном подходе, необходимо рассчитать затраты (издержки), связанные с созданием, приобретением и установкой оцениваемого объекта.

Под *стоимостью восстановления* оцениваемых машин и оборудования понимается либо стоимость воспроизводства их полной копии в текущих ценах на дату оценки, либо стоимость приобретения нового объекта, полностью идентичного данному по конструктивным, функциональным и другим характеристикам, тоже в текущих ценах. Остаточная же стоимость определяется как восстановительная стоимость за вычетом совокупного износа.

Под *стоимостью замещения* оцениваемой машины или оборудования понимается минимальная стоимость приобретения аналогичного нового объекта, максимально близкого к оцениваемому по всем функциональным, конструктивным и эксплуатационным характеристикам, в текущих ценах. Остаточная стоимость замещения определяется как стоимость замещения за вычетом износа.

Таким образом, в первом случае речь идет об идентичных объектах, а во втором — об аналогичных.

Основной недостаток затратного подхода — слабый учет степени полезности объекта для текущего или потенциального собственника.

При наличии достаточной информации и необходимого программного обеспечения оправданно построение и использование в целях приближенной оценки стоимости машин и оборудования статистических (многофакторных) моделей ценообразования, выражающих зависимость цены объекта от состава и значений его технических характеристик. Влияние других (рыночных) факторов может быть учтено путем введения в модель тех или иных поправочных коэффициентов.

Сравнительный подход при оценке стоимости машин и оборудования представлен прежде всего методом прямого сравнения. Объект-аналог должен иметь

то же функциональное назначение, полное квалификационное подобие и частичное конструкторско-технологическое сходство.

Расчет данным методом осуществляется в несколько этапов.

1. Нахождение объекта-аналога.

2. Внесение корректировок в цену аналога. Корректировки бывают двух видов: коэффициентные (вносимые умножением на коэффициент) и поправочные (вносимые прибавлением или вычитанием абсолютной поправки).

Метод рыночных сравнений или аналогов является при оценке машин и оборудования наиболее универсальным и очевидным, а при определении стоимости по ценам предложения или статистики продаж и наиболее «рыночным». Это основной метод оценки машин и оборудования. Следует отметить, что наряду с рыночными в рамках этого метода могут использоваться и нерыночные аналоги, например объекты прежних (дореформенных) прейскурантов оптовых цен с поправкой этих цен на индекс инфляции.

Главные проблемы этого метода — трудности с получением необходимой информации: текущих рыночных цен на машины и оборудование, с созданием баз данных, с выбором аналогов, адекватных оцениваемым объектам, с учетом степени несовпадения состава и численных значений характеристик аналогов и оцениваемых объектов.

Доходный подход при оценке машин и оборудования. Для реализации этого подхода необходимо спрогнозировать ожидаемый доход от оцениваемого объекта. Но применительно к машинам и оборудованию напрямую решить эту задачу невозможно, поскольку доход создается всем производственно-имущественным комплексом. Поэтому предлагается поэтапное решение задачи.

1. Рассчитывается операционный доход от функционирования производственной системы (предприятия, цеха, участка).

2. Методом остатка определяется та часть дохода, которую можно отнести к машинному парку этой системы.

3. С помощью метода дисконтирования или метода капитализации определяется стоимость всего машинного парка.

Метод капитализации дохода применим при оценке машин и оборудования главным образом в случаях «системной оценки», так как в основном только в этих случаях возможна и целесообразна локализация соответствующего потока доходов и затрат и соотнесение его с объектом оценки. Помимо оценки производственно-технологических систем этот метод применим также при оценке так называемого бизнесобразующего оборудования (например, дорогостоящих транспортных средств), с помощью которого выполняют непосредственно оплачиваемые работы.

В связи с тем что каждый подход имеет не только достоинства, но и недостатки, для обеспечения большей обоснованности и точности оценки в общем случае рекомендуется использовать одновременно несколько методов, предполагая, что истинная стоимость оцениваемого объекта лежит в интервале значений, полученных разными методами.

В международных и российских стандартах оценки справедливо отмечается, что хотя выбор конкретного метода в основном обусловлен характером доступной

информации, особенностями рынка и спецификой самого оцениваемого объекта, результат оценки должен быть один — рыночная стоимость, если все примененные методы во всех своих элементах основывались на рыночной информации. Чисто теоретически это может быть и верно, однако в практических расчетах величина стоимости, полученной разными методами, как правило, различна. Причем различия эти могут быть весьма существенными. Для их преодоления можно рекомендовать разные подходы: усреднение оценок, полученных разными методами, задание интервалов оценки, выбор ведущего метода, наиболее адекватного условиям и объекту оценки, и игнорирование оценок, полученных другими методами.

Следует также иметь в виду, что оценщик имеет право оценивать разные группы машин и оборудования различными методами, а в случае переоценки оставлять по отдельным группам инвентарных единиц и так называемую нормативную их оценку, т. е. оценку по индексам, рекомендованным Госкомстатом РФ.

В затратном подходе к оценке машин и оборудования выделяются следующие методы: метод расчета по цене однородного объекта; метод поэлементного расчета; индексный метод оценки.

Метод расчета по цене однородного объекта. Расчет ведется в следующей последовательности.

1. Для оцениваемого объекта подбирается однородный объект, похожий на оцениваемый прежде всего по технологии изготовления, используемым материалам, конструкции. Цена на однородный объект должна быть известна.
2. Определяется полная себестоимость производства однородного объекта по формуле¹:

$$C_{\text{под}} = \frac{(1 - H_{\text{дс}})(1 - H_{\text{пр}} - K_{\text{р}})C_{\text{од}}}{1 - H_{\text{пр}}},$$

где $C_{\text{под}}$ — полная себестоимость производства однородного объекта; $H_{\text{дс}}$ — ставка налога на добавленную стоимость; $H_{\text{пр}}$ — ставка налога на прибыль; $K_{\text{р}}$ — показатель рентабельности продукции; $C_{\text{од}}$ — цена однородного объекта.

3. Рассчитывается полная себестоимость оцениваемого объекта. Для этого в себестоимость однородного объекта вносятся корректировки, учитывающие различия в массе объектов:

$$C_{\text{н}} = C_{\text{под}} \frac{G_{\text{о}}}{G_{\text{од}}},$$

где $C_{\text{н}}$ — полная себестоимость производства оцениваемого объекта; $G_{\text{о}}$; $G_{\text{од}}$ — масса конструкции оцениваемого и однородного объектов соответственно.

4. Определяется восстановительная стоимость оцениваемого объекта по формуле:

$$S_{\text{в}} = \frac{(1 - H_{\text{пр}}) C_{\text{н}}}{(1 - H_{\text{пр}} - K_{\text{р}})},$$

где $S_{\text{в}}$ — восстановительная стоимость оцениваемого объекта.

¹ Данная методика приведена в учебно-методическом пособии: *Ковалев А. П.* Оценка стоимости активной части основных фондов. М., 1997.

Если оцениваются машины и оборудование, спрос на которые отсутствует, то их стоимость принимается на уровне себестоимости.

Метод поэлементного расчета. При использовании данного метода осуществляются следующие этапы работы.

1. Составляется перечень комплектующих узлов и агрегатов оцениваемого объекта. При наличии развитого рынка комплектующих изделий собирается ценовая информация по комплектующим.
2. Определяется полная себестоимость объекта оценки по формуле:

$$C_{\text{п}} = \sum C_{\text{э}} + B,$$

где $C_{\text{п}}$ — полная себестоимость оцениваемого объекта; $C_{\text{э}}$ — стоимость комплектующего узла или агрегата; B — собственные затраты изготовителя (например, стоимость сборки).

3. Рассчитывается восстановительная стоимость оцениваемого объекта — $S_{\text{в}}$.

Пример 9. Имеем компьютер со следующими основными характеристиками:

- PENTIUM IV, 512Mb оперативной памяти;
- объем жесткого диска 250 Gb;
- монитор с диагональю 17 дюймов.

Рыночная стоимость этого компьютера будет складываться из следующих составляющих:

1. Материнская плата для PENTIUM IV — \$114.
2. Процессор PENTIUM IV — \$93.
3. Память DDR 512 — \$52.
4. Привод CD- RW — \$23.
5. Жесткий диск 250 Gb — \$149.
6. Видеоплата GeForce MX — \$34.
7. Монитор 17 дюймов — \$210.
8. Корпус — \$40.
9. Клавиатура + мышь — \$25.

Итого стоимость комплектующих — \$740.

В целях стимулирования сбыта продажная цена этого компьютера может быть меньше суммарной стоимости комплектующих, например составлять всего \$736, т. е. надбавка за сборку отрицательная. Однако, как правило, эта надбавка положительная и может достигать 20% от суммарной стоимости комплектующих.

Индексный метод оценки. При использовании данного метода осуществляется приведение базовой стоимости объекта оценки (первоначальной балансовой стоимости или восстановительной стоимости по предыдущей переоценке к современному уровню с помощью индекса (или цепочки индексов) изменения цен по соответствующей группе машин и оборудования за соответствующий период:

$$S_{\text{в}} = S_0 Y,$$

где S_0 — базовая стоимость объекта; Y — индекс изменения цен.

Возможно осуществление индексирования затрат, из которых складывается себестоимость оцениваемого объекта. При этом используются ценовые индексы ресурсов. Для определения остаточной стоимости машин и оборудования из восстановительной стоимости вычитается суммарный износ: физический, функциональный и внешний.

Очевидно, что нормативная переоценка основных фондов на основе коэффициентов Госкомстата РФ является частным случаем индексного метода оценки.

В качестве индексов изменения цен могут использоваться:

- индекс-дефлятор валового внутреннего продукта;
- сводный индекс цен производителей промышленной продукции;
- индекс инфляции, применяемый для индексации стоимости основных фондов;
- средние индексы цен по отраслям и товарным группам, разрабатываемые Центром информационно-статистических работ Госкомстата РФ;
- публикуемые в средствах массовой информации индексы общей инфляции и валютные курсы.

Сравнительный подход реализуется в методе рыночных сравнений.

Метод рыночных сравнений. Данный метод самодостаточен лишь при определении стоимости в обмене, т. е. когда речь идет об оценке стоимости в целях продажи, сдачи в залог, аренду, лизинг. Действительно, если оборудование предназначено для демонтажа и вывоза, его новый собственник вряд ли будет оплачивать стоимость фундамента, монтажных и пуско-наладочных работ, учтенных в восстановительной стоимости этого оборудования. В противном случае, т. е. в предположении дальнейшего использования объекта оценки по месту его настоящей установки, к рыночной стоимости, определенной данным методом, необходимо добавить затраты на транспортировку, монтаж и другие так называемые установочные затраты.

При подборе аналогов и определении степени сходства сравниваемых машин и единиц оборудования различают три уровня их близости или подобия.

Первый уровень предполагает функциональное сходство, которое может быть полным или частичным. При этом множество функций, выполняемых объектом оценки и его аналогом, могут находиться в отношениях пересечения или вхождения. Функциональное сходство определяется принадлежностью кандидата в аналогии к той же группе машин, к которой относится и объект оценки. Функциональное сходство определяется с помощью тех или иных классификаторов — ОКОФ, Справочника норм амортизационных отчислений и т. п.

При наличии функционального сходства на втором, более высоком уровне рассматривают конструктивное сходство, т. е. сходство машин по конструктивной схеме, составу и однородности элементов и их компоновке.

Третий, наиболее высокий уровень сходства называется параметрическим. Он означает совпадение или близость не только конструкции и функций сравниваемых машин, но также состава и значений их технико-экономических параметров.

При полном сходстве принято говорить об идентичности объектов сравнения, при частичном и неполном — об их аналогии.

Следующим шагом после выбора объекта-аналога, наиболее близкого по функциональному значению, конструкции, составу и численным значениям своих тех-

нических характеристик к оцениваемому объекту, является учет того влияния на величину искомой оценочной стоимости, которое оказывают различия в численных значениях указанных характеристик сравниваемых объектов.

Стоимость машины или единицы оборудования определяется по формуле:

$$V = V_{\text{ан}} \times K_1 \times K_2 \times K_3 \dots K_m \pm V_{\text{доп}},$$

где $V_{\text{ан}}$ — цена объекта-аналога; $K_1, K_2, K_3 \dots K_m$ — корректирующие коэффициенты, учитывающие отличия в значениях параметров оцениваемого объекта и аналога; $V_{\text{доп}}$ — цена дополнительных устройств, наличием которых отличается сравниваемый объект.

При применении метода прямого сравнения следует соблюдать определенную последовательность при внесении поправок: в первую очередь делаются коэффициентные корректировки, а затем — поправочные.

Доходный подход к оценке машин и оборудования объединяет три метода: метод капитализации прибыли, метод дисконтирования денежных потоков и метод равноэффективного аналога. Но, как мы отмечали выше, применение данного подхода вызывает определенные трудности и требует поэтапного решения.

9.4. Оценка стоимости интеллектуальной собственности и нематериальных активов

9.4.1. Оценка стоимости нематериальных активов

Современная фирма, по данным западных аналитиков, на 50–70% состоит из нематериальных активов, причем часть из них учитывается на балансе, а часть не учитывается. В таких условиях оценка бизнеса — это оценка нематериальных активов в широком смысле. Понятие нематериальных активов используется в бухгалтерском и финансовом учете, в сфере управления и в оценочной деятельности, причем в национальных стандартах бухгалтерского учета разных стран и в разных видах профессиональной деятельности содержание этого понятия различается.

Оценка стоимости различных видов активов осуществляется на основе стандартов оценки. Международные стандарты оценки (МСО) в последней редакции 2003 г., принятые Международным комитетом по стандартам оценки (МКСО), состоят из стандартов и руководств по их применению. Международное руководство по оценке № 4 (МР 4) «Оценка стоимости неосязаемых (нематериальных) активов» посвящено нематериальным активам. В европейских стандартах оценки TEGOVA-2000 нематериальные активы изложены в методическом руководстве № 8 «Оценка нематериальных активов и интеллектуальной собственности».

Стандарты оценки являются основными нормативно-методическими документами, на основании которых производится процедура оценки и составляется отчет, они представляют собой комплекс взаимосвязанных норм и правил, способствующих осуществлению профессиональной деятельности оценщиков.

Нематериальные активы (НМА) предоставляют определенные юридические права и экономические выгоды, которые поступают собственнику и которые обычно не имеют физической субстанции. Идентифицируемые нематериальные активы бизнеса могут оцениваться в индивидуальном порядке, если им можно

приписать конечный срок службы и если за этот период они обеспечивают бизнесу измеримые выгоды. Обычно эта категория включает права интеллектуальной собственности и другие аналогичные активы.

С 1 января 2008 г. существенно изменилось все российское законодательство по интеллектуальной собственности (ИС), отменяются ранее действовавшие законы и введена в действие IV часть Гражданского кодекса РФ «Права на результаты интеллектуальной деятельности и средства индивидуализации». С этого же периода введены в действие новые правила бухгалтерского учета нематериальных активов (ПБУ 14/2007).

Отечественные правила бухгалтерского учета не соответствуют Международным стандартам финансовой отчетности (МСФО), хотя и имеют ссылки на них в некоторых ситуациях. Уже многие российские предприятия ведут свой бухгалтерский учет по МСФО: это и совместные предприятия, и предприятия, чьи акции обращаются на фондовом рынке, и просто предприятия, которые хотят видеть динамику своих финансовых показателей в сравнении с западными компаниями.

Нематериальным активам посвящен МСФО 38 (IAS 38). Кроме данного стандарта оценщика может интересовать МСФО 3 «Объединение бизнеса» (IFRS 3 «Business Combinations»), введенный с 2004 г. вместо МСФО 22 «Объединение компаний» в рамках процесса конвергенции Общепринятых стандартов бухгалтерского учета США (US GAAP) с МСФО, а также МСФО 36 «Обесценение активов».

Российские нормативных документы по бухгалтерскому учету трактуют понятие нематериальных активов гораздо уже, чем международные стандарты оценки. Обобщая изложенный в отечественных документах материал, к нематериальным активам можно отнести активы:

- либо не имеющие материально-вещественной формы, либо материально-вещественная форма которых не имеет существенного значения для их использования в хозяйственной деятельности;
- способные приносить доход;
- приобретенные с намерением использовать в течение длительного периода (свыше одного года).

В соответствии с ПБУ 14/2007 к нематериальным активам относятся результаты интеллектуальной деятельности и средства индивидуализации (интеллектуальная собственность), а также деловая репутация организации, возникшая в связи с приобретением другой организации как имущественного комплекса в целом (гудвил).

В рамках интеллектуальной собственности выделяются:

- права на объекты промышленной собственности (изобретения, полезные модели, промышленные образцы, товарные знаки и знаки обслуживания, фирменные наименования, наименования мест происхождения товаров, коммерческие обозначения и меры по пресечению недобросовестной конкуренции);
- права на секреты производства (ноу-хау);
- права на объекты авторского права и смежных прав: на все виды научных, литературных, художественных произведений, программные продукты для ЭВМ и базы данных, топологии интегральных микросхем.

Новым в отечественных правилах бухгалтерского учета является то, что допускается изменение фактической (первоначальной) стоимости нематериального актива, по которой он принят к бухгалтерскому учету, в случаях переоценки и обесценения нематериальных активов:

- коммерческая организация может не чаще одного раза в год (на начало отчетного года) переоценивать группы однородных нематериальных активов по текущей рыночной стоимости, определяемой исключительно по данным активного рынка данных НМА;
- нематериальные активы могут также проверяться на обесценение в порядке, определенном МСФО.

Все нематериальные активы, учитываемые на российских предприятиях, относятся к категории идентифицируемых. Они могут быть куплены-проданы индивидуально как объекты интеллектуальной собственности (за исключением гудвила). Необходимо иметь в виду, что универсальные методы оценки интеллектуальной собственности отсутствуют.

Основные положения по определению и оценке идентифицируемых нематериальных активов содержатся в Методических рекомендациях по определению рыночной стоимости интеллектуальной собственности (26 ноября 2002 г.), которые приняты Министерством имущественных отношений РФ и согласованы с Роспатентом, Минэкономки РФ и Минпромнауки РФ. В данном документе отмечается, что основными подходами к оценке интеллектуальной собственности (как и для других видов собственности) являются затратный, рыночный и доходный. Методические указания являются первым шагом в формировании методологической базы стоимостной оценки ИС и НМА. После принятия данного документа возникает необходимость в конкретизации и более содержательном изложении известных и в целом приемлемых методов для оценки интеллектуальной собственности и других нематериальных активов в рамках каждого из подходов.¹

Трудности и специфика оценки стоимости ИС и НМА заключаются в следующем:

- сфера применения полученных результатов интеллектуальной деятельности часто не может быть узко и четко определена заранее;
- результаты интеллектуальной деятельности могут служить источниками создания новых интеллектуальных продуктов, что ведет к возрастанию их полезности, причем вероятность дальнейших разработок имеет, как правило, большую степень неопределенности;
- будущая доходность нематериальных активов в значительной степени не определена;
- достижение эффекта от применения нематериальных активов требует соответствующего материального обеспечения, следовательно, доходность нематериальных активов определяется возможностью инвестирования;
- используя в расчетах экономические параметры конкретного объекта бизнеса, содержащего ИС, следует учитывать, что прибыль и доход от этого объек-

¹ Подробно об оценке стоимости интеллектуальной собственности и нематериальных активов см.: Пузыня Н. Ю. Оценка интеллектуальной собственности и нематериальных активов: Учебное пособие. СПб., 2004.

та получены не только за счет использования данной ИС, но и за счет многих других активов и связанных с ними факторов.

Документы, необходимые для оценки стоимости ИС и НМА:

- 1) наименование и описание объекта оценки;
- 2) правоустанавливающие документы ИС: патенты, свидетельства, договоры отчуждения прав или лицензионные договоры, авторские договоры и др.;
- 3) характеристики объектов оценки или товаров, производимых с использованием ИС, при необходимости в сравнении с аналогичными или конкурирующими;
- 4) источники получения доходов от использования ИС или товаров, выпускаемых с использованием результатов интеллектуальной деятельности или средств индивидуализации;
- 5) описание рынка ИС;
- 6) затраты на получение результатов интеллектуальной деятельности, средств индивидуализации, на приобретение прав и использование ИС;
- 7) себестоимость и цена единицы товара с использованием ИС;
- 8) технические (потребительские), эксплуатационные, экологические и экономические показатели получения доходов от использования ИС;
- 9) увеличение объемов реализации конкретных видов или всей продукции предприятия с использованием ИС;
- 10) повышение цены в зависимости от качества продукции при использовании ИС.
- 11) экономия в производстве при использовании ИС в конкретных видах продукции или во всей выпускаемой продукции;
- 12) выручка от реализации ИС на материальных носителях;
- 13) выручка от продажи имущественных прав или продажи лицензий на использование ИС.

Данный перечень документов носит предварительный характер и может быть сокращен или расширен в зависимости от типа стоимости, цели и методов оценки.

Затратный подход при оценке нематериальных активов

Многие экономисты считают, что возмещение затрат на разработку результатов интеллектуальной деятельности не может служить ценообразующим принципом, поскольку измерить затраты уникального интеллектуального труда не представляется возможным.

Затратный подход может применяться для оценки результатов интеллектуальной деятельности, не участвующих в формировании будущих доходов и не приносящих прибыли в настоящее время. На практике данный подход используется в том случае, если нематериальные активы имеют социальное значение или участвуют в подобных программах, когда сферой их применения являются социальная сфера, космос, оборонные программы, программы безопасности, государственного и регионального устройства.

Расчет стоимости объекта оценки методом суммирования фактических затрат применяется и для определения балансовой (бухгалтерской) стоимости результатов интеллектуальной деятельности в целях постановки их на бухгалтерский учет

и отражения стоимости ИС на балансе предприятия в качестве его имущества на дату постановки этого имущества на бухгалтерский учет или на дату его ввода в эксплуатацию. В этом случае производится прямое суммирование фактических затрат без учета времени их совершения, т. е. без учета изменения стоимости денег во времени. Обязательным условием использования данного метода оценки (особенно для целей бухгалтерского учета) является наличие первичных бухгалтерских документов, подтверждающих фактические расходы.

Затратный подход к оценке рыночной стоимости объектов интеллектуальной собственности основан на определении затрат, необходимых для восстановления или замещения объекта оценки с учетом его износа.

Сумма затрат на создание нового объекта, аналогичного оцениваемому, включает в себя прямые и косвенные затраты, связанные с получением результата интеллектуальной деятельности и приведением его в состояние, пригодное к использованию, а также прибыль инвестора как величину наиболее вероятного вознаграждения за инвестирование капитала в создание ИС.

Сумма затрат может быть получена путем построения стоимости замещения или восстановления либо использования исторических затрат с учетом инфляции, от этого и зависит применение соответствующего метода затратного подхода.

Метод стоимости замещения

В этом случае используется стоимость замещения, под которой понимают стоимость нового актива, эквивалентного оцениваемому по назначению и его функциональным возможностям. При этом допускаются отличия во внешнем оформлении и построении структуры объекта.

Данный метод используется при оценке проектно-сметной документации зданий и сооружений, технологических линий и других типовых объектов, а также при оценке библиотек, архивов и некоторых других объектов нематериальных активов. Кроме того, данный метод оценки широко используется при оценке объектов интеллектуальной собственности массового спроса, например при оценке программного обеспечения для ЭВМ или специализированного программного обеспечения. При этом для успешного применения метода замещения необходимо иметь в своем распоряжении соответствующую базу накопленной информации.

Метод восстановительной стоимости

При расчете восстановительной стоимости представляется возможность рассчитать сумму затрат, необходимую для создания новой точной копии оцениваемого актива, исходя из действующих (современных) цен на товары, услуги и стоимость рабочей силы.

На практике процедура построения восстановительной стоимости выглядит как составление сметы, содержащей все необходимые расходы.

Данный метод является основным при оценке уникальных и не приносящих дохода нематериальных активов.

Метод исторических затрат

Метод построен на учете фактических затрат (которые являются историческим фактом), зафиксированных в бухгалтерской документации того предприятия, где

происходило создание оцениваемых результатов интеллектуальной деятельности. Применение данного метода оправданно, когда появляется возможность четко оценить исторически произведенные затраты во времени и, следовательно, их необходимо проиндексировать.

При проведении индексации следует руководствоваться индексами изменения цен по элементам затрат. При отсутствии данной достоверной и доступной информации возможно использование индексов изменения цен по соответствующим отраслям промышленности или других соответствующих индексов.

Определение рыночной стоимости с использованием затратного подхода применяется в такой последовательности:¹

- 1) определение суммы затрат на создание нового объекта, аналогичного объекту оценки;
- 2) определение величины износа объекта оценки по отношению к новому аналогичному объекту оценки;
- 3) расчет рыночной стоимости объекта оценки путем вычитания из суммы затрат величины износа объекта оценки.

На первом этапе определяется полная стоимость замещения или полная стоимость восстановления нематериального актива. При этом выявляются все фактические затраты, связанные с созданием, приобретением и введением актива в действие.

При определении суммарных затрат на разработку объекта оценки необходимо учитывать затраты на создание, правовую охрану объекта промышленной собственности, его маркетинг:

$$Z = Z_p + Z_n + Z_m,$$

где Z_p — затраты на разработку объекта промышленной собственности, являются суммой фактически произведенных затрат на выполнение НИР в полном объеме (от поиска до отчета) и разработку всех стадий конструкторско-технической, технологической и проектной документации (например, от эскизного до рабочего проекта), рассчитанных с учетом рентабельности, руб.; Z_n — затраты на правовую охрану объекта промышленной собственности, включают в себя: стоимость услуг патентного поверенного за патентный поиск и оформление заявочных материалов на получение патента, оплату пошлин за подачу заявки, за проведение экспертизы за получение патента и поддержание патента в силе, а также судебные издержки при нарушении патентных прав, руб.; Z_m — затраты на маркетинг объекта промышленной собственности, руб.

$$Z_p = (Z_{\text{нир}} + Z_{\text{ктд}}) \left(1 + \frac{P}{100} \right),$$

где $Z_{\text{нир}}$ — затраты на проведение НИР, связанные с созданием объекта промышленной собственности, руб.; $Z_{\text{ктд}}$ — затраты на разработку конструкторско-

¹ Методические рекомендации по определению рыночной стоимости интеллектуальной собственности. Утверждены Министерством имущественных отношений РФ от 26 ноября 2002 г. // Российский оценщик. 2002. № 5.

технической, технологической и/или проектной документации, связанные с созданием объекта промышленной собственности, руб.; p — рентабельность, %.

Кроме прямых расходов обязательно учитываются и накладные расходы, которые могут составлять существенную величину. Для обоснованного получения рыночной стоимости затратным подходом необходимо учитывать и рентабельность затрат, т. е. включать в оценку определенную долю прибыли.

Прибыль инвестора может быть рассчитана исходя из ставок отдачи на капитал при его наиболее вероятном, аналогичном по уровню риска инвестировании и периода времени, необходимого для создания оцениваемой ИС.¹

Затраты на проведение НИР определяются по формуле:

$$Z_{\text{нир}} = Z_{\text{п}} + Z_{\text{тн}} + Z_{\text{э}} + Z_{\text{и}} + Z_{\text{со}} + Z_{\text{о}} + Z_{\text{др}},$$

где $Z_{\text{п}}$ — затраты на поисковые работы, включая предварительную проработку проблемы, маркетинг и др., обычно 10–15% от суммарных затрат на НИР; $Z_{\text{тн}}$ — теоретические исследования, 20–25%; $Z_{\text{э}}$ — затраты на проведение экспериментов, 40–60%; $Z_{\text{и}}$ — затраты на проведение испытаний, 10–15%; $Z_{\text{со}}$ — затраты на услуги сторонних организаций, 10–15%; $Z_{\text{о}}$ — затраты на составление, рассмотрение и утверждение отчета, 5–10%; $Z_{\text{др}}$ — другие затраты.

Затраты на разработку конструкторско-технической, технологической, проектной документации определяются по формуле:

$$Z_{\text{кtd}} = Z_{\text{эп}} + Z_{\text{тп}} + Z_{\text{рп}} + Z_{\text{р}} + Z_{\text{и}} + Z_{\text{со}} + Z_{\text{ан}} + Z_{\text{д}},$$

где $Z_{\text{эп}}$ — затраты на выполнение эскизного проекта, обычно 20–25% от суммарных затрат на конструкторско-техническую документацию; $Z_{\text{тп}}$ — затраты на выполнение технического проекта, 25–30%; $Z_{\text{рп}}$ — затраты на выполнение рабочего проекта, 35–40%; $Z_{\text{р}}$ — затраты на выполнение расчетов, 5–10%; $Z_{\text{и}}$ — затраты на проведение испытаний, 5–10%; $Z_{\text{со}}$ — затраты на услуги сторонних организаций, 10–15%; $Z_{\text{ан}}$ — затраты на проведение авторского надзора, курирование и др., 5–10%; $Z_{\text{д}}$ — затраты на дизайн, 40–50%.

После определения суммы затрат на создание объекта оценки необходимо учесть износ. Хотя физического износа результаты интеллектуальной деятельности не имеют в силу своей специфики, однако может присутствовать функциональный и экономический (внешний) износ.

Функциональный износ может возникнуть в течение времени в связи с устареванием нематериального актива из-за нарастающего несоответствия функциональных возможностей объекта оценки современным рыночным требованиям. Учитываться он может путем расчета стоимости необходимых доработок. Различают устранимый и неустранимый функциональный износ. Износ является устранимым, если затраты на его устранение меньше, чем увеличение стоимости ИС в результате его устранения.

Устранимый износ связан со стоимостью дополнительных работ, необходимых для модернизации оцениваемого объекта ИС. При замене отдельных элементов

¹ Методические рекомендации по определению рыночной стоимости интеллектуальной собственности. Утверждены Министерством имущественных отношений РФ от 26 ноября 2002 г././ Российский оценщик. 2002. № 5.

рассчитывается стоимость изъятых старых элементов, стоимость новых и их установка, а также вычитается стоимость того, что изъято и можно еще использовать. Функциональный износ исправим в том случае, если затраты на его ликвидацию оправданы ростом доходности ОИС.

Если функциональный износ неисправим, он рассчитывается через потерю дохода: насколько доход будет ниже по сравнению с объектами аналогичного назначения, но современного исполнения. Данная потеря определяется как дисконтированная или капитализированная величина будущих денежных потоков от использования ИС, которые с наибольшей вероятностью будут недополучены в результате несоответствия функциональных, экономических, технических и других характеристик ОИС современным требованиям и условиям рынка. На эту разность уменьшается стоимость объекта. Неисправимый функциональный износ классифицируется по двум видам: отсутствуют какие-либо элементы и какие-либо элементы излишни.

Экономический, или внешний, износ связан с изменением общей экономической ситуации в стране, перестройкой инфраструктуры и другими факторами. Он может определяться через потерю дохода (регулярного, ежегодного). Величина экономического устаревания рассчитывается путем прямой капитализации изменения денежного потока (потери годового дохода) от реализации продукции, связанной с рассматриваемым ОИС.

Если сложно определить конкретную величину износа для объектов, имеющих нормативный конечный срок службы, то можно использовать коэффициент морального старения $K_{мс}$, который определяется по формуле:

$$K_{мс} = 1 - \frac{T_{\phi}}{T_{н}}$$

где $T_{н}$ — нормативный срок действия охранного документа; T_{ϕ} — фактический срок действия охранного документа по состоянию на дату оценки.

Таким образом, итоговая формула расчета стоимости объекта интеллектуальных прав в случае использования исторических затрат на его разработку может выглядеть следующим образом:

$$C = K_{мс} \sum_{t=1}^T Z_t^p \times K_{привt} \times K_{индt}$$

Z_t^p — сумма всех затрат, связанных с созданием и охраной объекта промышленной собственности в году t , руб.; $K_{привt}$ — коэффициент приведения разновременных ежегодных сумм к расчетному году ($K_{привt} = (1 + i)^t$; i — ставка приведения разновременных прошлых затрат, может рассчитываться с учетом предпринимательской прибыли (прибыли инвестора)); $K_{индt}$ — коэффициент индексации (инфляции), учитывающий изменение индекса цен в определенной отрасли производства в году t .

Пример 10. Определить стоимость изобретения «Способ выращивания профилированных кристаллов тугоплавких соединений и устройство для его осуществ-

вления» как объекта промышленной собственности по оценке фактически произведенных затрат.

Исходные данные:

Фактические затраты $Z_{н} = 100$ тыс. руб.; $Z_{тн} = 150$ тыс. руб.; $Z_{э} = 500$ тыс. руб.; $Z_{и} = 100$ тыс. руб.; $Z_{со} = 100$ тыс. руб.; $Z_{с} = 50$ тыс. руб.; $Z_{эн} = 50$ тыс. руб.; $Z_{тп} = 60$ тыс. руб.; $Z_{рп} = 90$ тыс. руб.; $Z_{д} = 20$ тыс. руб.; $Z_2^н = 500$ тыс. руб., в том числе валютные затраты на зарубежное патентование; номинальный срок действия патента — 20 лет; срок действия патента по состоянию на расчетный год — 2 года; инфляция за 2 года 20%, ставка приведения затрат 15%.

Тогда

$$Z_{нпр} = 100 + 150 + 500 + 100 + 100 + 50 = 1000 \text{ тыс. руб.}$$

$$Z_{ктд} = 50 + 60 + 90 + 20 = 220 \text{ тыс. руб.}$$

$$Z_p = (1,0 + 0,22 + 0,5) \times 1,2 \times 1,32 \times 1,15 = 3,133 \text{ млн руб.}$$

$$K_{мс} = 1 - (2/20) = 0,9.$$

Стоимость изобретения $C_{и} = 3,133 \times 0,9 = 2,8$ млн руб.

9.4.2. Сравнительный подход в оценке нематериальных активов

Сравнительный, или рыночный, подход основан на принципе эффективно функционирующего рынка, на котором инвесторы покупают и продают активы аналогичного типа, принимая при этом независимые индивидуальные решения. Данные по аналогичным сделкам сравниваются с оцениваемыми. Преимущества и недостатки оцениваемых активов по сравнению с выбранными аналогами учитываются посредством введения соответствующих поправок.

Данный подход эффективен при наличии достаточной информации по сходным сделкам. При этом может использоваться информация о ценах реальных сделок или ценах предложений или спроса.

Условия применения сравнительного подхода:

- наличие на рынке объектов ИС аналогичного назначения и сравнимой полезности;
- наличие доступной информации о ценах продажи и действительных условиях сделки с аналогичными ОИС;
- знание о влиянии отличительных особенностей и характеристик таких объектов на их стоимость.

Использование сравнительного подхода осуществляется при наличии достоверной и доступной информации о ценах аналогов объекта оценки и действительных условиях сделок с ними. Права на аналогичные объекты должны быть сопоставимы с правами на объект оценки по экономическому риску и потенциалу доходности использования в хозяйственной деятельности.

В силу специфики и разнообразия результатов интеллектуальной деятельности, а также недостаточного развития рынка интеллектуальной собственности в России, сравнительный подход (в чистом виде) оценщиками практически не применяется, только отдельные элементы сравнения. Экономическая сторона

сделок по объектам ИС, как правило, является коммерческой тайной. В настоящее время правомерно использовать данный подход для оценки:

- программных продуктов, поскольку их можно унифицировать и база данных по их обороту накапливается достаточно активно в связи с быстрым их устареванием;
- других объектов авторских прав, так как изучение рынка может выявить наличие объектов авторского или смежного права аналогичного типа;
- товарных знаков (рынок этого типа активов растет очень активно в последнее время, а следовательно, можно попытаться подобрать аналогичные сделки).

9.4.3. Доходный подход в оценке нематериальных активов

Доходный подход является главным подходом при оценке результатов интеллектуальной деятельности. Определение рыночной стоимости интеллектуальной собственности с использованием доходного подхода осуществляется путем *дисконтирования* или *капитализации денежных потоков* от использования интеллектуальной собственности.

Группа доходных методов самая многочисленная. Применение того или иного метода оценки будет зависеть от следующих обстоятельств:

- характера объекта ИС, являющегося предметом оценки;
- устойчивости и природы дохода.

Повышение дохода можно обеспечить либо увеличением прибыли, либо уменьшением расходов на создание и применение ОИС, либо используя оба этих приема одновременно.

Доходный подход может включать следующие рассматриваемые ниже методы.

Метод преимущества в прибылях

Стоимость НМА определяется тем преимуществом в прибыли, которое ожидается получить от его использования. Под преимуществом в прибыли понимается разность между прибылью, полученной при использовании продукции с результатами интеллектуальной деятельности, и прибылью, которую производитель получает от реализации продукции без использования этих результатов.

Преимущество в прибыли проявляется:

- по сравнению с тем предприятием, которое выпускает продукцию, аналогичную продукции рассматриваемого предприятия;
- применительно к данному предприятию, выпускавшему продукцию до и после использования ОИС.

Ежегодное преимущество в прибыли, выраженное в денежной форме, приводится к текущей стоимости с учетом предполагаемого периода его получения. Рассчитанная в результате величина и принимается в качестве стоимости ОИС.

Общая формула вычисления по этому методу выглядит следующим образом:

$$\text{ПП} = \sum_{i=1}^T \Pi_{\text{нови}} \times V_{\text{нови}} - \Pi_{\text{ср}} \times V_{\text{ср}},$$

где ПП — дополнительная прибыль до налогообложения, получаемая предприятием в результате реализации товара или оказания услуг, по сравнению с пред-

приятными, производящими аналогичную продукцию или оказывающими аналогичные услуги, но не обладающими оцениваемым объектом; $\Pi_{\text{нов.}i}$ — цена единицы новой высокотехнологичной продукции в i -м году; $\Pi_{\text{ср.}i}$ — цена единицы сравнимой продукции в i -м году; $V_{\text{нов.}i}$, $V_{\text{ср.}i}$ — объемы соответствующего реализованного товара или оказанных услуг в i -м году.

Ожидаемая дополнительная прибыль должна быть приведена к моменту оценки дисконтированием денежных потоков по формуле:

$$\text{ПП} = \sum_{i=1}^T \frac{\Pi_{\text{нов.}i} \times V_{\text{нов.}i} - \Pi_{\text{ср.}i} \times V_{\text{ср.}i}}{(1+d)^i}.$$

Пример 11. Оцениваемый объект — охраняемая патентом конструкция автомата для дуговой сварки, снабженного нерасходуемым качающимся электродом и приспособлением для подачи расходуемой присадочной проволоки.

Планируемый период производства и продаж — 5 лет. Заменяемый товар — автомат для дуговой сварки стальных деталей с расходуемым качающимся электродом (обладает большим весом, требуется периодическая заправка электродов, необходима более высокая квалификация сварщика), продажная цена которого 970 руб.

Объемы производства и продаж: 1-й год — 200 шт., 2-й год — 1000, 3-й год — 1000, 4-й год — 1000, 5-й год — 800 шт.

Продажная цена одного нового сварочного аппарата — 1200 руб.

Ставка дисконтирования — 20%.

Преимущество в прибыли:

$$\begin{aligned} \text{ПП} &= \sum_{i=1}^5 (\Pi_{\text{нов.}i} - \Pi_{\text{ср.}i}) \frac{V_i}{(1+d)^i} = \\ &= 200 \times 230 \times 0,83 + 1000 \times 230 \times 0,69 + 1000 \times 230 \times 0,5787 + 1000 \times 230 \times 0,48 + 800 \times \\ &\quad \times 230 \times 0,4 = 513\,987 \text{ руб.} \end{aligned}$$

Метод выигрыша в себестоимости

Стоимость нематериального актива этим методом измеряется через определение экономии на затратах в результате его использования.

Этот метод применим лишь в тех случаях, когда речь идет о двух близких по своим технико-экономическим показателям видах продукции или о двух способах производства (технологических процессах) одной и той же продукции.

Полученная величина экономии на затратах приводится к расчетному году — моменту оценки — с использованием коэффициента дисконтирования.

Расчет величины стоимости оцениваемого нематериального актива производится по формуле:

$$\mathcal{E}_3 = \sum_{i=1}^5 (Z_{\text{ср.}i} - Z_{\text{нов.}i}) \times \frac{V_i}{(1+d)^i},$$

где \mathcal{E}_3 — экономия на затратах при производстве и реализации продукции, включающей оцениваемый результат интеллектуальной деятельности (нематериальный актив), по сравнению с аналогичной продукцией без оцениваемого РИД,

выпускаемой на данном предприятии или другим предприятием; $Z_{\text{нови}}$ — себестоимость единицы новой высокотехнологичной продукции в i -м году; $Z_{\text{сри}}$ — себестоимость единицы сравниваемой продукции в i -м году.

Пример 12. Предприятие имеет патент РФ на изобретение «Способ переработки алунитовой руды на глинозем» (дата приоритета 2 января 2005 г.). К началу 2007 г. изобретение было освоено в производстве и позволило предприятию сэкономить на каждой тонне выпускаемого продукта (глинозема) 30 руб. за счет снижения расхода топлива по сравнению с конкурентами. По прогнозу, это преимущество сохранится в течение 6 лет. Среднегодовой объем производства продукта — 100 000 т/год. Ставка дисконта — 30%. Ставка налога на прибыль — 24%. Рассчитать стоимость патента на 1 января 2007 г.

Годовой денежный поток от выигрыша в себестоимости составляет:

$$100\,000 \times 30 (1 - 0,24) = 2\,280\,000 \text{ руб.}$$

Фактор текущей стоимости единичного аннуитета (30% за 6 лет) — 2,643.

Стоимость патента составляет:

$$2\,280\,000 \times 2,643 = 6\,026\,040 \text{ руб.,}$$

или, округленно, 6 000 000 руб.

Возможен вариант, когда результат интеллектуальной деятельности, используемый в выпускаемой продукции, приводит к экономии на затратах, и к увеличению выручки, в этом случае рассчитывается общее преимущество в прибыли за счет этих факторов:

$$\Delta \text{Пр} = \text{Пр}_2 - \text{Пр}_1,$$

где Пр_1 — прибыль, получаемая без использования оцениваемого результата интеллектуальной деятельности; Пр_2 — прибыль, получаемая с использованием оцениваемого результата интеллектуальной деятельности.

Пр_1 и Пр_2 могут быть вычислены по формуле:

$$\text{Пр}_j = \sum_{i=1}^T \frac{\text{Пр}_{ji}}{(1+d)^i} = \sum_{i=1}^T (\text{Ц}_i - \text{C}_{ji}) \frac{V_{ji}}{(1+d)^i},$$

где Пр_{ji} — прибыль, получаемая от продажи j -го товара в i -м году; Ц_i — цена единицы товара в i -м году; C_{ji} — себестоимость j -го товара при его производстве с использованием и без использования оцениваемого нематериального актива, произведенного в i -м году; V_{ji} — объем производства j -го товара в i -м году; T — срок производства и продажи товара; d — коэффициент дисконтирования.

Метод выигрыша в себестоимости неприменим в случаях выпуска новых видов товаров.

Пример 13. Оцениваемый объект — электролитический способ получения нитрила — исходного продукта для производства нейлона. Конкурентная технология — периодический процесс получения нитрила, осуществляемый с использованием амальгам. Электролитический способ защищен патентами, оставшийся срок действия которых не менее 10 лет.

Объем производства продукции с использованием нитрила – 50 000 т. Данные по объемам производства нитрила приведены в табл. 9.6.

Таблица 9.6. Объемы производства нитрила по годам

Год действия исключительного права	%	Производственная программа, т
1	2	3
1	0	0
2	25	2000
3	25	6800
4	25	6950
5	25	6950
6	25	6950
7	25	6450
8	25	6000
9	20	4000
10	20	3900

В течение срока освоения и производства предполагается снижение цены нитрила. Цена нитрила с 1-го по 5-й год составит 1500 руб.; в 6-м, 7-м году – 1300 руб.; с 8-го по 10-й год – 1100 руб.

Калькуляция себестоимости продукции с использованием обоих методов производства представлена в табл. 9.7.

Таблица 9.7. Калькуляция себестоимости нитрила для различных способов его получения

№ п/п	Наименование затрат	Периодический способ получения нитрила	Электролитический способ получения нитрила
1	2	3	4
1	Сырье, материалы	433,01	336,21
2	Амортизация	251,75	197,65
3	Ремонт и технадзор	70,40	54,35
4	Топливо и энергия	90,63	43,88
5	Заработная плата	151,05	64,79
6	Административные расходы	10,70	9,3
	Себестоимость	1007,54	706,18

Выигрыш в себестоимости 1 т нитрила, произведенного электролитическим способом, – 301,6 руб.

Примем условно $d = 8,5\%$ (хотя в реальности ставка дисконтирования для оценки результатов интеллектуальной деятельности, как правило, значительно выше).

$$\text{Тогда } \text{Пр}_1 = \sum_{i=1}^{10} (\text{Ц}_i - \text{C}_{i1}) \frac{V_{ji}}{(1+d)^i} =$$

$$= 0 + (1500 - 1007,54) \times 2000 \times 0,8494 + (1500 - 1007,54) \times 6800 \times 0,7829 + (1500 - 1007,54) \times 6950 \times 0,7215 + (1500 - 1007,54) \times 6950 \times 0,665 + (1300 - 1007,54) \times$$

$$\begin{aligned}
& 6950 \times 0,6129 + (1300 - 1007,54) \times 6450 \times 0,5649 + (1100 - 1007,54) \times 6000 \times \\
& \times 0,5206 + (1100 - 1007,54) \times 4000 \times 0,4798 + (1100 - 1007,54) \times 3900 \times 0,4422 = \\
& = 0 + 83\,6591,04 + 2\,621\,719,1 + 2\,469\,403,7 + 2\,276\,027 + 1\,245\,165,8 + \\
& + 106\,560,87 + 288\,122,2 + 1\,774\,923 + 159\,454,66 = 11\,139\,540.
\end{aligned}$$

$Pr_2 = 19\,536\,283$ (расчеты аналогичны расчетам Pr_1).

Дополнительная прибыль, полученная за счет снижения себестоимости нитри-ла с использованием оцениваемого результата интеллектуальной собственности:

$$\Delta Pr = Pr_2 - Pr_1 = 19\,536\,283 - 11\,139\,540 = 8\,396\,743.$$

Эту величину принимаем в качестве стоимости оцениваемого объекта.

Метод освобождения от роялти

Роялти — определенное вознаграждение за право на использование объекта интеллектуальной собственности. Размер роялти определяется на основании анализа рынка. Данный метод сочетает в себе черты доходного и сравнительного подходов.

Последовательность применения этого метода такова:

- составляется прогноз объема продаж, по которым ожидаются выплаты роялти;
- определяется ставка роялти;
- определяется экономический срок службы патента или лицензии;
- рассчитываются ожидаемые выплаты по роялти путем расчета процентных отчислений от прогнозируемого объема продаж;
- из ожидаемых выплат по роялти вычитают все расходы, связанные с обеспечением патента или лицензии (юридические, организационные, административные издержки);
- рассчитываются дисконтированные потоки прибыли от выплат по роялти;
- определяется сумма текущих стоимостей потоков прибыли от выплат по роялти.

Таким образом, цена лицензии на базе роялти может быть определена по формуле

$$P_E = \sum_{i=1}^{i=T} V_i \times R_i \times Z_i \times K_d,$$

где V_i — объем определяемого выпуска продукции по лицензии в i -м году (шт., кг, м³); R_i — размер роялти в i -м году, %; Z_i — продажная цена продукции по лицензии в i -м году, усл. ед.; T — срок действия лицензионного договора, лет; i — порядковый номер рассматриваемого года действия лицензионного договора; K_d — коэффициент дисконтирования.

Пример 14.¹ Оцениваемый объект — технология заливки литейных форм тонкой очисткой черных металлов в литниковой системе, которая включает: способ тонкой очистки металла; фильтрующий материал; способ изготовления фильтрующей ткани; установку для изготовления фильтрующего материала.

¹ Оценка стоимости предприятия (бизнеса): Учебное пособие. М., 2000. С. 190–195.

Изобретения, используемые в оцениваемом объекте, запатентованы. Оставшиеся сроки действия патентов в странах патентования: минимальный — 9 лет, максимальный — 14,5 лет. Имеется ноу-хау, относящееся к способу изготовления фильтрующего материала и способу заливки литейных форм.

Продажная цена фильтрующего материала при условии производства его на одном-двух специализированных предприятиях и продажи другим предприятиям 5–7 руб. Начиная с 5-го года действия лицензии предвидится снижение цены фильтрующего материала. Срок действия лицензии — 8 лет.

Производственная программа: первый год будет затрачен на освоение производства фильтрующего материала и подготовку литейного производства к использованию оцениваемой технологии; второй год — начало коммерческого использования (табл. 9.8).

Таблица 9.8. Исходные данные для оценки технологии.

Год действия	%	Производственная программа, т
1	0	0
2	10	360600
3	15	540900
4	25	901500
5	20	540900
6	10	360600
7	10	360600

Цена фильтрующего материала (в руб. за 1 м²): с 1-го по 4-й год — 6,80; за 5-й год — 6,50; за 6-й год — 6,00; за 7-й — 5,5; за 8-й — 5,00.

По данным отечественной и зарубежной практики, значения ставки роялти при предоставлении оборудования для металлургической промышленности — 4–6% от цены единицы продукции по лицензии или суммы продаж. С учетом того, что объектом лицензии является не конечная продукция — отливки, а способ их изготовления и вспомогательный материал, в качестве базовой ставки роялти принимаем 5% от цены фильтрующего материала. Кроме того, учитывая возможность использования в течение срока действия лицензии нетканого фильтрующего материала, целесообразно предусмотреть уменьшение ставки роялти в течение срока действия лицензии: с 1-го по 4-й год ставка роялти 5%; 5-й и 6-й годы — 4,5; 7-й год — 4; 8-й — 3,5%.

Вариант 1. Размер лицензионного вознаграждения, выплачиваемого в форме роялти при переменных цене и ставке роялти:

$$\begin{aligned}
 P_E &= \sum_{i=1}^8 Z_i \times V_i \times R_i = \\
 &= 0 + 6,8 \times 360\,600 \times 0,05 + 6,8 \times 540\,900 \times 0,05 + 6,8 \times 901\,500 \times 0,05 + 6,5 \times \\
 &\times 540\,900 \times 0,045 + 6,0 \times 360\,600 \times 0,045 + 5,5 \times 360\,600 \times 0,045 + 5,5 \times 360\,600 \times \\
 &\times 0,04 + 5,0 \times 360\,600 \times 0,035 = 1\,011\,032,2.
 \end{aligned}$$

Величина стоимости оцениваемой технологии при коэффициенте дисконтирования 15%:

$$Cp = \sum_{i=1}^8 \frac{P_{Ei}}{(1+d)^i} =$$

$$= 0 + 122604 \times 0,7561 + 183906 \times 0,5717 + 306510 \times 0,4971 + 158213 \times 0,4323 + 97362 \times$$

$$\times 0,3759 + 79332 \times 0,3269 + 69105 \times 0,2842 = 393787.$$

Вариант 2. Размер лицензионного вознаграждения при постоянной ставке роялти и изменяющейся в течение срока действия цене фильтрующего материала:

$$P_E = 0 + 6,8 \times 360\,600 \times 0,05 + 6,8 \times 540\,900 \times 0,05 + 6,8 \times 901\,500 \times 0,05 +$$

$$+ 6,5 \times 540\,900 \times 0,05 + 6,0 \times 360\,600 \times 0,05 + 5,5 \times 360\,600 \times 0,05 +$$

$$+ 5,0 \times 360\,600 \times 0,05 = 1\,086\,307,5.$$

Величина стоимости оцениваемой технологии при коэффициенте дисконтирования 15%:

$$Cp = 524903,3 \text{ (расчет аналогичен предыдущему).}$$

Вариант 3. Размер лицензионного вознаграждения, при постоянных цене и ставке роялти:

$$P_E = 1\,164\,738.$$

Стоимость оцениваемой технологии $Cp = 550\,718,4$.

Метод выделения доли прибыли, приходящейся на ИС

Метод основан на учете чистого дохода с последующим выделением его доли, приходящейся на ИС.

Чаще всего возникает ситуация, в которой трудно заранее определить преимущество в прибыли или в расходах, которое приносит оцениваемый объект ИС. Предприятие, как правило, выпускает большую номенклатуру продукции, и выделить доход, который приносит интересующая продукция и тем более применяемый в ней объект ИС, непросто. Поэтому вначале определяется чистый доход, а затем из него выделяется доля, являющаяся следствием применения оцениваемой ИС.

При этом выполняются следующие этапы.

1. Определяется ожидаемый оставшийся срок полезной жизни.
2. Прогнозируется денежный поток как доход, приносимый ИС.
3. Определяется ставка дисконтирования.
4. Рассчитывается суммарная текущая стоимость будущих доходов.
5. При необходимости определяется постпрогнозный период.
6. В этом случае итоговая величина будет определяться суммой строк 4 и 5.

Стоимость ИС данным методом за расчетный период времени рассчитывается по формуле:

$$C = \sum_{t=1}^T D \times \Pi_t \times K_{dt},$$

где D — доля прибыли, приходящаяся на объект промышленной собственности; Π_t — чистая прибыль предприятия в году t ; T — прогнозный период времени, за который производится расчет прибыли.

Величина доли прибыли, приходящейся на объект промышленной собственности, зависит от уровня техники, ее правовой защиты, экономических факторов, наличия ноу-хау и т. д. Доля определяется, как правило, экспертным путем и обычно составляет 10–35% общей массы прибыли от использования материального объекта техники (продукции), в котором (или в его части) воплощен объект ИС.

В качестве способа для выделения доли прибыли, приходящейся на ИС, предлагается использование коэффициентного метода.

Доля прибыли, приходящаяся на используемое в продукте (способе) изобретение, рассчитывается как произведение трех коэффициентов:

$$Д = K_1 \times K_2 \times K_3,$$

где K_1 — коэффициент достигнутого результата; K_2 — коэффициент сложности решенной технической задачи; K_3 — коэффициент новизны.

В ходе экспертной оценки на основании результатов фактического использования изобретения (из технической документации, результатов испытаний, описания и формул изобретений и т. п.) устанавливаются характеристики используемого в объекте техники изобретения, необходимые для определения численных значений коэффициентов.

Указанные коэффициенты имеют приведенные ниже значения.

Коэффициент достигнутого результата K_1 :

0,2 — достижение второстепенных технических характеристик, не являющихся определяющими для конкретной продукции (технологического процесса);

0,3 — достижение технических характеристик, подтвержденных официальными документами (акты, технические условия, паспорта и т. п.);

0,4 — достижение основных технических характеристик, являющихся определяющими для конкретной продукции (технологического процесса), подтвержденных документами;

0,6 — достижение качественно новых основных технических характеристик продукции (технологического процесса), подтвержденных документами;

0,8 — получение продукции (технологического процесса), обладающей наиболее высокими основными техническими характеристиками среди аналогичных известных видов;

1,0 — получение новой продукции (технологического процесса), впервые освоенной в производстве и обладающей качественно новыми техническими характеристиками.

Коэффициент сложности решенной технической задачи K_2 :

0,2 — конструкция одной простой детали, изменение одного параметра простого процесса, одной операции процесса, одного ингредиента рецептуры;

0,3 — конструкция сложной или сборной детали, конструкция неосновного узла, механизма, изменение двух и более неосновных параметров, несложных процессов, изменение совокупности неосновных операций технологических процессов, изменение двух и более неосновных ингредиентов рецептуры и т. п.;

0,4 — конструкция одного основного или нескольких неосновных узлов машин, механизмов, часть (неосновная) процессов, часть (неосновная) рецептуры и т. п.;

0,5 — конструкция нескольких основных узлов, основные процессы, технологии, часть (основная) рецептуры и т. п.;

0,7 — конструкция машины, прибора, станка, аппарата, сооружения, технологические процессы, рецептуры и т. д.;

0,9 — конструкция машины, станка, прибора, аппарата, сооружения со сложной кинематикой, аппаратурой контроля, с радиоэлектронной схемой, конструкция силовых машин, двигателей, агрегатов, комплексные технологические процессы, сложные рецептуры и т. п.;

1,1 — конструкция машины, аппарата, сооружения со сложной системой контроля автоматических поточных линий, состоящих из новых видов оборудования, системы управления и регулирования, сложные комплексные технологические процессы, рецептуры особой сложности и т. п.;

1,25 — конструкция, технологические принципиальные схемы и рецептуры особой сложности, главным образом относящиеся к новым разделам науки и техники.

Коэффициент новизны K_3 :

0,25 — изобретение, заключающееся в применении известных средств по новому назначению (когда формула изобретения начинается словом «применение...»);

0,3 — изобретение, заключающееся в новой совокупности известных технических решений, обеспечивающих заданный технический результат, т. е. когда отличительная часть формулы изобретения содержит указания на новые связи между известными элементами, иную последовательность операций или иной процентный состав ингредиентов по сравнению с прототипом;

0,4 — изобретение, имеющее прототип, совпадающий с новым решением по большинству основных признаков;

0,5 — изобретение, имеющее прототип, совпадающий с новым решением по половине признаков;

0,6 — изобретение, имеющее прототип, совпадающий с новым решением по меньшему числу основных признаков;

0,8 — изобретение, характеризующееся совокупностью существенных отличий, не имеющее прототипа, т. е. когда изобретение решает новую или известную задачу принципиально иным путем (пионерное изобретение).

Пример 15. Определить стоимость изобретения, если оно направлено на достижение основных технических характеристик, являющихся определяющими для конкретной продукции, относится к конструкции одного основного узла и формула изобретения совпадает с прототипом по меньшему числу основных признаков. Дата приоритета патента 10 мая 2000 г., дата оценки 15 марта 2002 г. Цель оценки — продажа лицензии сроком на 5 лет. Остальные данные сведены в табл. 9.9.

Таблица 9.9. Исходные данные для расчета стоимости изобретения

Показатели	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Чистая прибыль (за вычетом налогов) с единицы продукции с использованием ИС, руб.	700	700	1000	1000	1000
Объем продаж, шт.	1000	2000	3000	4000	5000
Ставка дисконтирования, %	25	25	30	30	30
Коэффициент дисконтирования	0,8	0,64	0,4552	0,3501	0,2693

$$C = 0,4 \times 0,4 \times 0,6 \times (700 \times 1000 \times 0,8 + 700 \times 2000 \times 0,64 + 1000 \times 3000 \times 0,4552 + 1000 \times 4000 \times 0,3501 + 1000 \times 5000 \times 0,2693) = 0,096 \times 5\,568\,500 = 534\,576 \text{ руб.}$$

Аналогичные коэффициенты используются для определения стоимости **промышленного образца**, которая определяется как доля прибыли (дохода) от того объекта техники, в котором использован промышленный образец. Эта доля может рассчитываться как произведение трех коэффициентов: коэффициента оригинальности (K_4), коэффициента сложности решенной дизайнерской задачи (K_5) и коэффициента объема выпуска (K_6):

$$Д = K_4 \times K_5 \times K_6,$$

где K_4 — коэффициент оригинальности; K_5 — коэффициент сложности дизайнерской задачи; K_6 — коэффициент объема выпуска.

Значения указанных коэффициентов приведены ниже.

Коэффициент оригинальности промышленного образца (K_4):

0,25 — применение известных художественно-конструкторских средств, когда в перечне существенных признаков промышленного образца используется только термин «применение»;

0,3 — использование новой совокупности художественно-конструкторских средств, позволяющей отличить промышленный образец от наиболее близкого аналога;

0,4 — промышленный образец имеет прототип, совпадающий с промышленным образцом по большему числу существенных признаков;

0,5 — промышленный образец имеет прототип, совпадающий с промышленным образцом по половине существенных признаков;

0,6 — промышленный образец имеет прототип, совпадающий с промышленным образцом по меньшему числу существенных признаков;

0,8 — промышленный образец не имеет прототипа.

Коэффициент сложности дизайнерской задачи (K_5):

0,2 — внешний вид одной простой детали;

0,3 — внешний вид сложной или сборной детали неосновного узла;

0,4 — внешний вид одного основного узла или нескольких неосновных;

0,5 — внешний вид нескольких основных узлов;

0,7 — внешний вид простой машины, прибора, станка, аппарата, сооружения;

0,9 — внешний вид сложной машины, станка, прибора, аппарата, сооружения;

1,1 — внешний вид поточных линий;

1,25 — внешний вид принципиально новых объектов техники.

Коэффициент объема выпуска (K_6):

0,2 — опытный образец;

0,3 — установочная партия;

0,4 — мелкая серия;

0,6 — средняя серия;

0,8 — крупная серия;

1,0 — массовое производство.

Стоимость товарного знака как часть прибыли от реализации продукции, маркированной данным товарным знаком, рассчитывается по формуле с использованием коэффициента, учитывающего характер производства продукции.

Стоимость товарного знака $C_{\text{тз}}$:

$$C_{\text{тз}} = K \times \Pi_{\text{рп}},$$

где $C_{\text{тз}}$ — стоимость товарного знака, руб.; K — коэффициент, учитывающий характер производства продукции, защищенной товарным знаком, определяется по следующей шкале:

- 0,1 — индивидуальное производство,
- 0,1–0,2 — мелкосерийное производство,
- 0,2–0,3 — серийное производство,
- 0,3–0,4 — крупносерийное производство,
- 0,4–0,5 — массовое производство;

$\Pi_{\text{рп}}$ — прибыль от реализованной продукции, защищенной товарным знаком:

$$\Pi_{\text{рп}} = H \times Q \times Ц,$$

где H — норма прибыли; Q — объем реализуемой продукции за основной срок действия товарного знака; $Ц$ — вероятная цена единицы продукции, защищенной товарным знаком, руб.

Норма прибыли определяется либо по среднеотраслевой рентабельности, либо по рентабельности данного производства.

9.4.4. Оценка стоимости гудвила как нематериального актива компании

Деловая репутация, или гудвил, является нематериальным активом предприятия. В профессиональной оценке под гудвилом понимается величина, на которую стоимость бизнеса превышает рыночную стоимость материальных и нематериальных активов фирмы, отраженных в бухгалтерском балансе. Отсюда гудвил является частью стоимости фирмы как единого целого, он существует только вместе с конкретной фирмой и самостоятельно от нее не отчуждается.

Происхождение термина связано с тем, что до середины прошлого века цена сделки по покупке предприятия, как правило, на несколько процентов превышала стоимость его активов. Покупатель по доброй воле платил больше, чем составляла сумма активов, и эту разность заносили на баланс как особый актив — *goodwill* (добрая воля).

Традиционное объяснение превышения стоимости покупки компании над стоимостью ее активов сводится к тому, что не все активы отражены в балансе. У компании есть неосязаемые активы — знания и квалификация персонала, местоположение, опыт управления, клиентские связи и другие виды таких активов, которые по стандартам бухгалтерского учета не отражаются в балансе, но оказывают влияние на стоимость бизнеса. Кроме того, на рыночную оценку бизнеса влияют и ожидания инвесторов, связанные с перспективами компании, которые часто основаны именно на этих самых неосязаемых активах. Таким образом, гудвил — это оценка будущих дополнительных выгод (доходов) от владения только что приобретенным предприятием.

В отечественном законодательстве используется термин «деловая репутация». Может быть, он является не совсем удачным аналогом, так как в русском языке под репутацией понимается общественная оценка, мнение о достоинствах кого-

либо или чего-либо. Однако, согласно ст. 150 ГК РФ, именно деловая репутация выделена в структуре нематериальных благ.

Для большинства задач гудвил может быть определен как совокупность тех элементов бизнеса или персональных качеств, которые стимулируют клиентов обращаться именно к данному предприятию и которые приносят фирме прибыль сверх требующейся прибыли для получения разумного дохода на все остальные активы предприятия, включая доход на нематериальные активы, которые могут быть идентифицированы и отдельно оценены. В большинстве случаев гудвил предприятия складывается из гудвила бизнеса — гудвила, относящегося собственно к предприятию, и персонального гудвила. Дополнительная прибыль получается в результате совокупного влияния этих двух элементов.

Однако практика западных стран показывает, что в современных условиях рыночная стоимость предприятия уже на несколько порядков может превышать сумму его материальных и идентифицируемых нематериальных активов. Так, например, фирма *Nestle* приобрела фирму *Rowntre* за £5 млн, в то время как материальные активы *Rowntre* оценивались только в £1 млн. И, если ранее эта разница характеризовалась как общий гудвил предприятия, то в последнее время наметилась тенденция характеризовать его структуру. Структура гудвила предприятия в целом аналогична структуре интеллектуального капитала, теории которого сегодня весьма популярны в западной экономической литературе. Структура гудвила включает и рыночные активы предприятия, и инфраструктурные активы, и его идентифицированную (но не включенную в баланс) интеллектуальную собственность, и человеческие активы (персональный гудвил).

Л. Эдвинссон и М. Мэлоун — первые авторы теории интеллектуального капитала — отмечали, что во всем мире сотни тысяч крупных и мелких компаний возьмут на вооружение теорию интеллектуального капитала как средство измерения, конкретизации и отображения истинной стоимости своих активов. Несмотря на то что теория интеллектуального капитала считается новой, она интуитивно подразумевалась в отношении рыночной стоимости акций компании к стоимости ее чистых активов. Ранее эта разница относилась на счет таких субъективных факторов, как конфиденциальная информация о новых товарах, удачный менеджмент, предвидение перспектив компании и т. п. Экономисты полагали, что эта разница является временным отклонением от нормы, неэмпирической добавленной стоимостью, находящей свое выражение в повышении производительности труда и доходов. Однако в последнее время выяснилась ошибочность таких взглядов. Интеллектуальный капитал становится новым источником богатств.

Считается, что гудвил присутствует только при наличии избыточной прибыли (хотя с точки зрения бухгалтерского учета возможно присутствие и отрицательного гудвила) и не может быть отделен от действующего предприятия, т. е. не может быть продан отдельно от него. Гудвил возникает, когда компания получает стабильные, высокие прибыли, ее доход на активы (или на собственный капитал) выше среднего, в результате чего стоимость бизнеса превосходит стоимость его чистых активов.

В международной бухгалтерской практике гудвил, возникающий при приобретении компании, определяется как платеж, производимый покупателем в предвидении будущих экономических выгод от активов, которые в отдельности не

отвечают требованиям признания в финансовой отчетности, но за которые покупатель готов заплатить при приобретении компании. С 2004 г. учет этого актива регулируется новым стандартом МСФО 3 «Объединение бизнеса» (IFRS 3 «Business Combinations»), введенным вместо МСФО 22 «Объединение компаний». В соответствии с МСФО 3 покупатель признает идентифицированные активы, обязательства и условные обязательства продавца по их справедливой стоимости на дату покупки, а также признает гудвил, балансовая стоимость которого впоследствии не амортизируется, а корректируется с учетом убытков от обесценения. Таким образом, после любой сделки по объединению компаний проводятся ежегодные (или более регулярные) тесты на обесценение балансовой стоимости гудвила, поставленного на учет. Следует отметить, что все сказанное относится к международным стандартам бухгалтерского учета, на которые Россия еще не перешла, однако этот процесс для нашей страны неизбежен.

С точки зрения российского бухгалтерского учета (ПБУ 14/2007) деловая репутация является нематериальным активом, который в момент покупки предприятия ставится на баланс и амортизируется в течение 20 лет (но не более срока действия организации). Причем, как уже отмечалось, в бухгалтерском учете различаются положительная и отрицательная деловая репутация. Отрицательная деловая репутация организации равномерно относится на ее финансовые результаты как операционный доход.

Введение деловой репутации в российскую бухгалтерскую отчетность является важным шагом на пути ее приближения к международным стандартам, однако этот процесс нуждается в дальнейшей доработке. Как известно, в России бухгалтерский и налоговый виды учета разделены, а Налоговый кодекс Российской Федерации (п. 3 ст. 257) вообще не относит деловую репутацию к нематериальным активам.

Таким образом, из изложенного следует, что нет однозначной трактовки такого понятия, как деловая репутация, или гудвил, и оценщику совсем не просто определить, обладает ли оцениваемое предприятие собственным гудвиллом. Наличие гудвила считается действительным, если имеется:

- фактический избыточный доход;
- разумная вероятность избыточного дохода в ближайшем будущем;
- рыночные данные, указывающие на то, что аналогичные предприятия обычно продаются с премией за гудвил;
- специфические признаки, позволяющие оценщику предположить наличие гудвила.

Различные источники указывают и на различные способы оценки указанной величины. Рассмотрим основные применяемые методы оценки гудвила (деловой репутации) и методы, предлагаемые к применению стандартами оценки, а также профессиональной оценочной литературой.

Бухгалтерский метод

Бухгалтерский метод применяется только при покупке предприятия, когда цена покупки превышает стоимость идентифицируемых активов за вычетом пассивов. В этом случае разницу приписывают стоимости гудвила. Фактически этот метод

помогает оценить гудвил и другие неидентифицируемые нематериальные активы по методу «большого котла».

Пример 16. Компания X купила компанию Y за 15 000 тыс. руб. Данные баланса представлены в табл. 9.10.

Таблица 9.10. Скорректированные условные данные баланса компании Y

Активы и пассивы	Стоимость по балансу, тыс. руб.	Уточненная рыночная стоимость, тыс. руб.
Земля и здание	3200	4000 (-800)
Оборудование	2200	2000 (+200)
Денежные средства	900	900
Дебиторская задолженность	1100	800 (+300)
Товарные запасы	1200	1000 (+200)
Нематериальные активы	1400	2000 (-600)
Всего активы	10000	
Уставный капитал и нераспределенная прибыль	9500	
Краткосрочные обязательства	500	
Всего пассивы	10000	

Величина собственного капитала приобретенного предприятия (уставный капитал плюс нераспределенная прибыль) по балансу составляет 9500 тыс. руб. Таким образом, разница между затратами на приобретение предприятия и балансовой стоимостью идентифицированных активов за минусом краткосрочных обязательств:

$$15\,000 - 9500 = 5500 \text{ тыс. руб.}$$

Для определения окончательной величины деловой репутации полученную величину корректируем на поправки к балансовой стоимости идентифицируемых активов предприятия:

$$5500 - 800 + 200 + 300 + 200 - 600 = 4800 \text{ тыс. руб.}$$

Метод избыточной прибыли

Основным методом для оценки деловой репутации, или гудвила, наиболее часто применяемым оценщиками, является метод избыточной прибыли (оценка по методу капитализации «гудвил»). Этот метод основан на предпосылке о том, что избыточную прибыль приносят предприятию не отраженные в балансе нематериальные активы, обеспечивающие доходность на активы и на собственный капитал выше среднеотраслевого уровня. Метод предполагает прямое сопоставление уровней прибыльности оцениваемого предприятия и других предприятий-аналогов отрасли с последующей капитализацией той части разницы между ними, которая не объясняется влиянием идентифицируемых активов. Гудвил возникает, когда компания получает стабильные, высокие прибыли, ее доход на активы (или на собственный капитал) выше среднего, в результате чего стоимость бизнеса превосходит стоимость его чистых активов.

Недостаток метода в том, что он не является универсальным, так как предприятие может и не получать избыточного дохода, но при этом все же обладать гудвиллом. С другой стороны, предприятие может иметь избыточный доход, который не связан непосредственно с деловой репутацией компании, не столь продолжительное время. Доказательство существования избыточной прибыли в данный момент не может быть адекватным доказательством существования гудвила фирмы, так как возможны следующие ситуации:

- показатели доходов могут быть неплохими, но тем не менее гудвилл может отсутствовать из-за ограниченности срока функционирования предприятия, обусловленного зависимостью от единственного контракта;
- фирма может не иметь гудвила, несмотря на избыточный доход, потому что круг клиентов ограничен одним-двумя заказчиками, которые могут отказаться от услуг фирмы;
- в случаях отхода от дел бывшего владельца или другой ключевой фигуры прошлые доходы не являются индикатором перспектив фирмы;
- фирме может предстоять потенциально дорогостоящее судебное разбирательство, которое в будущем может поглотить весь избыточный доход;
- фирма может быть слишком молода, и наличие избыточного дохода не обязательно свидетельствует о наличии гудвила (предприятие без предыстории или совсем молодое редко обладает гудвиллом, относящимся собственно к предприятию).

С другой стороны, предприятие с наличием явного гудвила может не иметь избыточного дохода в исследуемый момент по причине вложения средств в крупный инвестиционный проект или по иным причинам. Таким образом, последнее слово в анализе избыточной прибыли и ее связи с наличием гудвила фирмы по-прежнему принадлежит оценщику и полностью зависит от его квалификации.

Пример 17. Используем данные баланса, представленные в табл. 9.11, считая, что средний доход на собственный капитал в отрасли составляет 9%, нормализованная чистая прибыль – 2200 тыс. руб., ставка капитализации – 20%.

Поскольку величина собственного капитала равна $10\,700 - 500 = 10\,200$ тыс. руб., среднеотраслевой доход должен составить $10\,200 \times 0,09 = 918$ тыс. руб., однако рассматриваемое предприятие имеет доход выше, следовательно, оно обладает избыточной прибылью в размере 1282 тыс. руб.

Стоимость гудвила определяем прямой капитализацией:

$$1282 : 0,2 = 6410 \text{ тыс. руб.}$$

Если фактические данные о среднеотраслевой рентабельности отсутствуют, то избыточную прибыль можно определить, опираясь на данные о предприятии и прибыль на усредненные инвестиции в материальные активы по отрасли.

Иногда метод избыточной прибыли называют формульным. Его основы изложены Г. М. Десмондом и Р. Э. Келли в «Руководстве по оценке бизнеса».¹

¹ Десмонд Г. М., Келли Р. Э. Руководство по оценке бизнеса / Пер. с англ. М., 1996.

Таблица 9.11. Стоимость активов и пассивов условного предприятия

Активы и пассивы	Стоимость по балансу, тыс. руб.	Уточненная рыночная стоимость, тыс. руб.
Земля и здание	3200	4000
Оборудование	2200	2000
Денежные средства	900	900
Дебиторская задолженность	1100	800
Товарные запасы	1200	1000
Нематериальные активы	1400	2000
Всего активы	10000	10700
Уставный капитал	5000	
Нераспределенная прибыль	4 500	
Краткосрочные обязательства	500	
Всего пассивы	10000	

Пример 18. Оценить стоимость гудвила и других не отраженных в балансе нематериальных активов предприятия при ставке капитализации, равной 20%, и при условии, что в отрасли средняя прибыль на материальные активы находится на уровне 10%. Данные, касающиеся предприятия, приведены в табл. 9.12 в условных единицах.

Таблица 9.12. Исходные данные для расчета гудвила

Год	Доход после налогообложения	Сумма активов	Нематериальные активы	Пассивы (обязательства)	Активы для расчета
1993	165220	920320	25320	150245	744755
1994	177121	1025125	25320	242890	756915
1995	190115	1255678	55100	433200	767378
1996	201320	1563150	71211	350130	1141809
1997	220435	1633200	90834	550450	991916

Активы для расчета определяются вычитанием из суммы активов величины нематериальных активов и пассивов (обязательств).

Средняя величина активов за 5 лет для расчета равна:

$$4\,402\,773 : 5 = 880\,555 \text{ у. е.}$$

Исходя из нормы в 10%, средняя прибыль должна составить 88 056 у. е.

Средний доход предприятия за 5 лет:

$$954\,211 : 5 = 190\,842 \text{ у. е.}$$

Избыточный доход:

$$190\,842 - 88\,056 = 102\,786 \text{ у. е.}$$

Итак, стоимость гудвила и не отраженных в балансе нематериальных активов при ставке капитализации в 20% составит 513 930, или (округленно) 514 000 у. е.

Если оборотные активы компании существенно превышают основные средства, то ставки доходности также можно взять разные. В большинстве случаев для обо-

ротного капитала можно использовать ставку, близкую к безрисковой, например ставку по депозитам Сбербанка. Для основных средств безрисковая ставка может быть увеличена на 4–8 процентных пункта.

Пример 19. Общая сумма активов компании составляет 30 млн руб., из них 10 млн руб. составляют основные средства, ставка дохода — 15%, и 20 млн руб. — оборотный капитал, ставка дохода — 10%, операционная прибыль — 5,8 млн руб. в год, тогда: прибыль на оборотный капитал $20 \times 10\% = 2$ млн руб.; прибыль на основные средства $10 \times 15\% = 1,5$ млн руб.; избыточные доходы: $5,8 - 3,5 = 2,3$ млн руб.

При ставке капитализации 30% стоимость гудвила составит

$$2,3 : 0,3 = 7,67 \text{ млн руб.}$$

Метод оценки как разность между стоимостью компании, определенной с использованием доходного подхода, и стоимостью активов по балансу

Европейские стандарты оценки TEGOVA (*The European Group of Valuer's Associations*) (Руководство 8) отмечают, что оценщик может проверить корректность результатов полученной оценки стоимости гудвила путем сравнения разницы между стоимостью бизнеса, которая определена методом дисконтированного денежного потока (и/или капитализации), и полной стоимостью материальных и нематериальных активов. Таким образом, может быть применен еще один метод — метод оценки как разность между стоимостью компании, определенной с использованием доходного подхода, и стоимостью активов по балансу (или чистых активов, если с применением доходного подхода оценивалась стоимость акционерного капитала).

При использовании доходного подхода часто применяют метод дисконтированных денежных потоков, однако для определения стоимости компании можно использовать и метод опционов. Причем в этом случае возможно и решение обратной задачи: зная стоимость бизнеса (капитализацию компании), по формуле Блэка–Шоулза определяется рыночная стоимость активов, а затем вычисляется деловая репутация (гудвил) как разность между рыночной ценой активов, определенной методом опционов, и их стоимостью по балансу.

Метод оценки на основе рыночных аналогов

Такой метод оценки может применяться при использовании базы данных о покупках и продажах компаний по отраслям. Например, известно, что компании какой-либо отрасли продаются на рынке по цене, которая на 50% больше стоимости их активов. Это означает, что стоимость гудвила составляет 50% от стоимости активов. Следовательно, эта величина может быть взята за основу стоимости гудвила оцениваемой компании, которая после некоторых корректировок на предмет отличия объекта оценки от аналога может стать итоговой.

Однако, как известно, статистики такого рода пока еще нет, поэтому в настоящее время указанный подход применим лишь для оценки узкого круга небольших компаний, преимущественно коммерческого или сервисного типа. Применительно к большинству других компаний этот метод практически не работает.

Аналитический метод оценки деловой репутации, или покомпонентный анализ

Основная идея этого метода состоит в том, что неосязаемые элементы нематериальных активов почти или совсем не показываются в бухгалтерском учете, таким образом, целью становится исчисление этих активов или «скрытых» инвестиций. Наблюдаемый в последние десятилетия огромный разрыв между балансовой стоимостью фирмы и ее рыночной капитализацией, особенно это относится к высокотехнологичным фирмам или интернет-фирмам, привел к появлению новых тенденций в оценке гудвила. Поскольку за последние годы техника и опыт стоимостной оценки стали существенно богаче и разнообразнее, квалифицированные оценщики стали различать во «всеохватывающем» гудвиле его компоненты, идентифицировать, анализировать их и оценивать взнос каждого компонента в общую стоимость компании. В этом случае в качестве основы используется упомянутая нами теория интеллектуального капитала, нашедшая свое отражение в европейских стандартах оценки.

Преимущество аналитического метода покомпонентной оценки состоит в том, что при его применении указывается внутреннее происхождение деловой репутации, однако этот метод сложен для анализа и расчета. Кроме того, необходимо иметь в виду, что некоторые элементы имеют стоимость только в том случае, когда они объединены. Ведь и сама деловая репутация прежде всего выступает синтетическим показателем.

Как отмечают А. Н. Козырев и В. Л. Макаров¹ в своем учебном пособии, если оценщик является достаточно квалифицированным в идентификации всех элементов бизнеса, при оценке он может вообще не прибегать к термину «гудвил». Существование репутации и других неидентифицируемых активов лучше учитывать, связывая их стоимость с какими-то идентифицируемыми активами.

Оценка деловой репутации с помощью показателя деловой активности

Чаще всего этот метод используется на Западе для оценки коммерческих предприятий. Обычно показателем деловой активности выступает объем продаж (как правило, за последние 3 года), к которому применяют коэффициент-множитель для оценки деловой репутации. Например, для булочной этот коэффициент составляет 70–80% годового объема продаж, а для супермаркета этот показатель будет равен 15–20%. Однако оценивать деловые активы исходя только из объема продаж достаточно рискованно, поэтому оценщик обязательно должен поинтересоваться финансовыми результатами предприятия.

Европейские стандарты оценки также рекомендуют следующий способ проверки наличия гудвила у организации: взять разницу между стоимостью всего предприятия (бизнеса) в предположении, что оно имеет в собственности и использует нематериальные активы в бизнесе, и общей стоимостью предприятия в предположении, что оно не является собственником тех же самых нематериальных активов.

¹ Козырев А. Н., Макаров В. Л. Оценка стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности. М., 2003.

Метод социологических опросов

При использовании данного метода узнается мнение о компании у людей, относящихся к ее целевым аудиториям. Ими могут быть инвесторы и акционеры, потребители продукции, аналитики рынка, средства массовой информации. Готовность потребителей пользоваться услугами данной компании является главным содержанием репутации. Следовательно, такая приверженность и определяет стоимость гудвила.

Так, стоимость гудвила компании «Росгосстрах» в 2004 г. ориентировочно могла быть оценена в \$0,5 млрд на том основании, что, по данным социологических опросов населения крупных городов России, ее услугами были готовы пользоваться 28% респондентов при размере рынка страхования за счет средств населения в 2004 г. около \$2 млрд.

Могут оказать помощь в оценке стоимости гудвила и различные рейтинговые методы оценки компании, которые составляют уважаемые независимые организации. Само попадание в известные рейтинги повышает репутацию оцениваемой компании.

9.5. Оценка финансовых активов

К финансовым активам относятся инвестиции в дочерние, зависимые и иные общества и организации, долгосрочные государственные муниципальные и корпоративные ценные бумаги, а также в собственные акции. Оценка финансовых активов осуществляется исходя из их рыночной стоимости на дату оценки и является предметом пристального внимания оценщика. Если определяется рыночная стоимость вложений в ценные бумаги, котирующиеся на рынке (на бирже, на специальных аукционах), то информация берется, например, из сборников «Финмаркет», АК&М и др. Если же ценные бумаги не котируются, то оценщик должен самостоятельно определить их рыночную стоимость.

Определение рыночной стоимости облигаций

Оценка облигации с купоном с постоянным уровнем выплат. Когда купонные платежи процентов фиксированы, оценщик имеет дело с простым процентным обязательством, постоянные процентные платежи он может рассматривать как аннуитет. Текущая стоимость облигации в этом случае состоит из двух частей: текущей дисконтированной стоимости полученных до даты погашения процентных платежей и текущей дисконтированной стоимости выплаты номинала при наступлении срока погашения облигации — и имеет вид:

$$PV_{\text{обл}} = \frac{Y}{(1+r)} + \frac{Y}{(1+r)^2} + \dots + \frac{Y}{(1+r)^N} + \frac{M}{(1+r)^N} = \sum_{n=1}^N \frac{Y}{(1+r)^n} + \frac{M}{(1+r)^N},$$

где $PV_{\text{обл}}$ — текущая стоимость облигаций, ден. ед.; Y — годовые процентные выплаты, определяющиеся номинальным процентным доходом (купонной ставкой); r — требуемая норма доходности, %; M — номинальная стоимость облигации (сумма, выплачиваемая при погашении облигации), ден. ед.; n — число лет до момента погашения.

Пример 20. Определить текущую стоимость облигации с оставшимся сроком погашения 6 лет, номинальной стоимостью 100 000 руб., приносящей доход при требуемом уровне доходности 10%.

Решение: текущая стоимость основного долга (100 000 руб.), выплачиваемого в конце 6-го года, равна 56 400 руб. ($100\,000 \times 0,564$).

Текущая стоимость аннуитета — 6000 руб. ($0,06 \times 100\,000$) в течение 6 лет под 10% равна 26 130 (6000 \times 4,355).

Текущая стоимость облигации равна 82 530 руб. (56 400 + 26 130).

Оценка облигации с плавающим купоном. Если купонные платежи не фиксированы, то поступления процентных платежей нельзя рассматривать как аннуитет. Каждый процентный платеж должен рассматриваться как единовременный платеж. Формула расчета текущей стоимости облигации в этом случае:

$$PV_{\text{обл}} = \frac{Y_1}{(1+r)} + \frac{Y_2}{(1+r)^2} + \frac{Y_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{Y_n}{(1+r)^n} + \frac{M_n}{(1+r)^n},$$

где Y_1, Y_2, \dots, Y_n — ежегодно изменяющиеся процентные выплаты, ден. ед.

Оценка бессрочных облигаций (облигаций с периодической выплатой процентов, но без обязательного погашения). В этом случае текущая стоимость облигации определяется по формуле:

$$PV_{\text{обл}} = Y/r.$$

Определение рыночной стоимости акции

Оценка привилегированных акций. Привилегированная акция занимает промежуточное положение между облигацией и обыкновенной акцией. Акция подразумевает обязательство выплаты стабильного фиксированного дивиденда, но не гарантирует возмещения своей номинальной стоимости. Индивидуальная текущая стоимость акции для инвестора составит:

$$PV = D/r,$$

где D — объявленный уровень дивидендов; r — требуемая норма прибыли (требуемая ставка доходности).

Пример 21. По привилегированным акциям предприятия выплачивается ежегодный дивиденд в размере \$8, текущая рыночная цена одной акции составляет \$100. Рассчитать стоимость привилегированных акций.

$$PV = 8/100 = 0,08, \text{ или } 8\%.$$

Если рыночная цена привилегированных акций уменьшится до \$80 за одну акцию, стоимость привилегированных акций возрастет:

$$PV = 8/80 = 0,1, \text{ или } 10\%.$$

Оценка обыкновенных акций. Определение стоимости обыкновенных акций значительно отличается от оценки облигаций и привилегированных акций, так как получение дохода по ним характеризуется неопределенностью как в плане величины, так и в плане времени их получения.

Если ожидается, что дивиденды компании будут расти одинаковыми темпами (g) в неопределенном будущем, то текущая стоимость акций составит:

$$PV = \frac{D_o(1+g)}{(1+r)} + \frac{D_o(1+g)^2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_o(1+g)^N}{(1+r)^N} = \frac{D_o(1+g)}{(r-g)},$$

где D_o – базовая величина дивиденда; r – требуемая норма доходности; g – прогноз темпов роста дивидендов.

Многие модели оценки базируются на предположении, что темпы роста в конце концов уменьшаются и, следовательно, происходит переход от уровня роста, превышающего нормальный, к нормальному темпу роста. В этом случае текущая стоимость акций рассчитывается по формуле:

$$PV = \sum_{n=1}^N \frac{D_o(1+g_s)}{(1+r_s)^n} + \frac{D_N+1}{r_s-g_n} \times \frac{1}{(1+r_s)^n},$$

где g_s – сверхнормальный темп роста; g_n – нормальный темп роста; N – число лет сверхнормального роста.

Пример 22. За прошлый период компания выплатила дивиденд в размере 0,4 тыс. руб. на одну обыкновенную акцию. Прибыль, остающаяся в распоряжении предприятия в расчете на одну акцию, составила за тот же период 1,7 тыс. руб.

Изучив финансовое состояние компании, аналитик сделал следующий прогноз на 5-летний период стадии усиленного роста компании.

Период	1	2	3	4	5
Прибыль на 1 акцию	2,7	4,0	6,0	8,0	10,0
Дивиденд на 1 акцию	0,6	1,6	2,4	3,2	5,0

По истечении 5-летнего периода усиленного роста, по мнению аналитика, начинается стадия нормального роста, которая будет длиться 4 года. В течение этого периода дивиденды будут расти на 10% в год. После стадии нормального роста дивиденд стабилизируется, и компания будет поддерживать его на постоянном уровне.

Определим фундаментальную («внутреннюю») ценность акций компании, если требуемая доходность на инвестиции с данным уровнем риска составляет 15%.

1. Определим сегодняшнюю ценность потока дивидендов на стадии усиленного роста PV_1 :

$$PV_1 = \frac{0,6}{1+0,15} + \frac{1,6}{(1+0,15)^2} + \frac{2,4}{(1+0,15)^3} + \frac{3,2}{(1+0,15)^4} + \frac{5,0}{(1+0,15)^5} = 7,63.$$

2. Определим сегодняшнюю ценность потока дивидендов на стадии нормального роста PV_2 :

$$PV_2 = \frac{5,0(1+0,1)}{(1+0,15)^6} + \frac{5,0(1+0,1)^2}{(1+0,15)^7} + \frac{5,0(1+0,1)^3}{(1+0,15)^8} + \frac{5,0(1+0,1)^4}{(1+0,15)^9} = 8,91.$$

3. Определим сегодняшнюю ценность потока дивидендов на стадии зрелости PV_3 :

$$PV_3 = \frac{5,0(1+0,1)^4}{(1+0,15)^9} = 13,87.$$

Фундаментальная цена акции данной компании есть суммарная сегодняшняя ценность всего потока ожидаемых дивидендов:

$$PV_1 + PV_2 + PV_3 = 7,63 + 8,91 + 13,87 = 30,41.$$

9.6. Оценка оборотных активов

Хозяйственные средства организации, используемые в процессе деятельности, являются ее активами. В мировой теории и практике рыночной экономики активы определяются как будущие экономические выгоды, которыми владеет организация или которые находятся под ее контролем в результате хозяйственной деятельности. Таким образом, активы представляют собой экономические ресурсы, используемые для осуществления производства, потребления и обмена ценностей.

Все активы организации делятся на внеоборотные и оборотные. К *внеоборотным* активам относятся нематериальные активы, основные средства, незавершенное строительство, долгосрочные финансовые вложения. В состав *оборотных* средств входят запасы (в том числе сырье, материалы и т. п.), малоценные и быстроизнашивающиеся предметы (МБП), затраты (в том числе затраты в незавершенном производстве, а также расходы будущих периодов), готовая продукция, товары, отгруженные товары (выполненные работы или оказанные услуги), дебиторская задолженность, краткосрочные финансовые вложения, денежные активы (в том числе деньги на расчетном счете и в кассе). Таким образом, к оборотным активам относятся средства, которые в течение нормально протекающего производственного цикла или в период года, если цикл короче, должны вновь обратиться в наличные деньги.

В основу концепции оценки оборотных активов, действующей в настоящее время в России, заложены принципы исторической стоимости и фактической себестоимости. Оценка по рыночной стоимости безусловно предпочтительней, но еще недостаточно проработана в методическом плане.

Оценка запасов (в том числе сырья, основных и вспомогательных материалов, топлива, покупных полуфабрикатов и комплектующих изделий, запасных частей, тары для упаковки и транспортировки продукции, а также других аналогичных материальных ресурсов организации) производится исходя из *принципа фактической себестоимости*. Фактическая себестоимость материальных ресурсов, составляющих запасы организации, складывается из затрат на изготовление или приобретение (включая оплату процентов за приобретение в кредит, наценки, комиссионные вознаграждения, таможенные пошлины и т. п.).

При этом следует иметь в виду, что фактическая себестоимость материально-производственных запасов, внесенных в качестве вклада в уставный капитал учредителями, определяется исходя из согласованной учредителями и зарегистрированной в учредительных документах организации денежной оценки. В этом случае может быть применена как остаточная балансовая, так и другие виды стоимости.

Если же материально-производственные запасы получены организацией *безвозмездно*, то для их оценки на дату оприходования используется *рыночная стоимость*.

Кроме того, российская нормативная база позволяет применять некоторые специфические подходы, широко используемые в международной практике, к оценке материальных ресурсов, списываемых в производство. Речь идет об оценке запасов при их отпуске в производство по одному из следующих методов: по себестоимости первых по времени закупок (ФИФО), по себестоимости последних по времени покупок (ЛИФО) или по средней себестоимости.

В зависимости от выбранного метода оценки запасов измеряется себестоимость реализации, соответствующая выручке от продажи. В условиях постоянно повышающихся цен в случае использования метода ФИФО себестоимость реализованной продукции (работ, услуг) занижается, и, как следствие, показатель прибыли завышается. Вместе с тем оценочная стоимость остатка запасов тоже будет завышенной.

В случае использования метода ЛИФО себестоимость, наоборот, завышается, а прибыль — занижается. Оценочная стоимость остатка запасов в этом случае будет также заниженной.

Оценка МБП требует предварительной проверки правильности отнесения тех или иных объектов к категории МБП. В соответствии с действующей нормативной базой к МБП относятся предметы, срок службы которых составляет не более одного года, а также предметы со стоимостью, не превышающей нормативно установленного лимита. С января 1997 г. данный лимит составляет 100 (для бюджетных организаций — 50) минимальных размеров оплаты труда.

Стоимость МБП в процессе их эксплуатации погашается путем начисления износа. Износ МБП может начисляться в размере 50% при передаче в эксплуатацию и в размере остальных 50% при выбытии МБП. Кроме того, износ МБП может начисляться также в размере всех 100% при передаче в эксплуатацию. МБП, стоимость которых не превышает 1/20 установленного лимита, могут непосредственно списываться на себестоимость, минуя процедуру начисления износа. Кроме того, с 1 января 1999 г. организациям предоставляется возможность погашения стоимости МБП не только процентным способом (описанным выше), но также линейным способом (исходя из фактической себестоимости на дату оприходования и нормы амортизации, исчисленной на основе срока полного использования) и способом погашения стоимости пропорционально объему продукции (работ), исходя из количества продукции (работ), производимой (выполняемых) с использованием данного предмета и соотношения его фактической себестоимости и предлагаемого объема продукции (работ) за весь срок полезного действия.

Оценка МБП производится по *первоначальной стоимости*, т. е. по фактическим затратам на их приобретение или изготовление, за вычетом накопленного износа. То есть при их оценке применяется *остаточная балансовая стоимость*.

Оценка готовой продукции производится по фактической или нормативной (плановой) производственной себестоимости, включающей затраты, связанные с использованием в процессе производства основных средств, сырья, материалов, топлива, энергии, трудовых ресурсов, и другие затраты на производство продукции либо по прямым статьям расходов.

Оценка отгруженных товаров (сданных работ или оказанных услуг) осуществляется исходя из их полной фактической или нормативной (плановой) себестоимости.

Оценка затрат в незавершенное производство производится по нормативной производственной себестоимости или по прямым статьям расходов, а также по стоимости сырья, материалов и полуфабрикатов. При этом в случае единичного производства продукции незавершенное производство оценивается по фактическим производственным затратам.

Оценка расходов будущих периодов. Они оцениваются по *номинальной стоимости*, если еще существует связанная с ними выгода. Если же выгода отсутствует, то величина расходов будущих периодов списывается.

Оценка дебиторской задолженности является дискуссионной проблемой как для российской, так и для международной практики. Вряд ли можно признать объективным используемый в настоящее время в России подход к оценке дебиторской задолженности по стоимости на момент ее возникновения. В условиях инфляции данная концепция, несомненно, требует пересмотра. Кроме того, необходимо заметить, что перед оценкой дебиторской задолженности предприятия требуется анализ дебиторской задолженности с последующим разделением ее на безнадежную (она не войдет в экономический баланс) и ту, которую предприятие еще надеется получить (войдет в экономический баланс). Несписанная дебиторская задолженность оценивается дисконтированием будущих основных сумм и выплат процентов к их текущей стоимости.

Оценка краткосрочных финансовых вложений производится в сумме фактически понесенных инвестором затрат. При этом при оценке вложений в государственные ценные бумаги следует иметь в виду, что разница между суммой фактических затрат на приобретение и номинальной стоимостью в течение срока их обращения равномерно (ежемесячно) относится на финансовые результаты организации.

Акции и паи, не оплаченные полностью, оцениваются как финансовые вложения в полной покупной стоимости (с одновременным отражением непогашенной суммы в качестве кредиторской задолженности) только в том случае, когда инвестор имеет право на получение дивидендов и несет полную ответственность по этим вложениям. В остальных случаях частично оплаченные акции и паи оцениваются не как финансовые вложения, а как дебиторская задолженность инвестора до момента их полной оплаты.

Кроме того, краткосрочные финансовые вложения в акции, имеющие официальную *котировку* на бирже или специализированном аукционе, которая регулярно публикуется, на конец года могут быть оценены *по рыночной стоимости* в случае, если она ниже балансовой, с отнесением разницы на резерв под обесценение ценных бумаг, образованный в организации за счет финансовых результатов.

9.7. Оценка кадрового потенциала как составляющей стоимости предприятия

Необходимость получить стоимостную оценку кадрового потенциала вытекает из того очевидного факта, что люди, из которых, собственно, и состоит любая хозяйственная организация, являются таким же важным фактором производства, как

и все остальные экономические ресурсы: земля, сырье, средства производства, основной и оборотный капитал, информация, технология и пр.

Как указывает известный специалист в области управления О. С. Виханский, основой любой организации и ее главным богатством являются люди. При этом человек стал не только ключевым и самым ценным «ресурсом» организации, но и самым дорогостоящим. Качество трудовых ресурсов непосредственно влияет на конкурентные возможности фирмы и является одной из важнейших сфер создания конкурентных преимуществ. Продвижение фирмы на новые рынки и новые регионы зачастую вызывается именно этим фактором.

Теоретической основой новых экономических форм работы с кадрами выступает концепция «человеческих ресурсов». Суть данной концепции состоит в применении экономических критериев к оценке роли человеческого фактора в производстве, организации и управлении, а также при построении всей системы кадровой работы.

В рамках указанного подхода американские специалисты в области организации управления и практические работники оперируют понятиями «ценности человеческих ресурсов».

Концепция «человеческих ресурсов» основывается на возможности применения экономических оценок способности людей создавать определенный доход. Чем выше индивидуальная производительность труда работника и больше период его деятельности, тем больший он приносит доход и представляет большую ценность для предприятия.

В настоящее время в американской практике существуют два принципиальных подхода к учету человеческих ресурсов: так называемые модели активов (или «затратные») и модели полезности. Первые предлагают ведение учета затрат на капитал (по аналогии с основным капиталом) и его амортизацию. Вторые модели предлагают непосредственно оценивать эффект тех или иных кадровых инвестиций.

В основу первого подхода взята обычная схема бухгалтерского учета основного капитала, переработанная применительно к особенностям «человеческого капитала». В специальных счетах по разработанному перечню учитываются затраты на «человеческие ресурсы», которые в зависимости от содержания рассматриваются либо как долгосрочные вложения, увеличивающие размер функционирующего «человеческого капитала», либо списываются как потери. Учет «человеческого капитала» происходит в счетах примерно так же, как учет физического (основного) капитала. Устанавливается «нормальный срок амортизации». Уход ценного работника из фирмы до истечения срока амортизации затраченных на него средств, болезнь, преждевременная смерть работника приравниваются к потере капитала. Описанная методика учета затрат капитала получила название хронологической модели затрат.

В последнее время фирмы обращают все большее внимание на так называемые модели полезности. С их помощью можно оценить экономические последствия изменения трудового поведения работников в результате тех или иных мероприятий. Реально речь идет о способности работника приносить большую или меньшую прибавочную стоимость в условиях фирмы. Различия в ценности определяются характером должности и индивидуальными различиями работников, занимающих одинаковую должность.

В методическом отношении проведение экономических оценок в связи с учетом человеческих ресурсов требует экспертных суждений или сложных аналитических расчетов. При этом принимаемые в них допущения вовсе не очевидны.

Когда за рубежом богатейшие концерны покупают газету, телевизионный канал, спортивную команду или театр, на одном из первых мест в оценке возможностей бизнеса стоит персонал приобретаемой организации. Ведь покупаются не только недвижимость, здания, сооружения, станки и оборудование, но и имидж, логотип, прошлые достижения и престиж, завоеванные рынки. Но носителями этих ценностей являются прежде всего люди, объединенные общими интересами их кооперированной деятельности. Научно-практический и профессионально-квалификационный потенциал этих людей предопределяет возможность эффективного использования приобретаемого имущества. Количественная и качественная характеристика кадрового потенциала, таким образом, может повлиять на цену предприятия как в ту, так и в другую сторону.

На практике это обстоятельство подтверждается многочисленными примерами значительного превышения рыночной цены предприятия над его балансовой стоимостью. Разница эта, по существу, представляет собой гудвил, т. е. условную целостную оценку имени, репутации предприятия и т. п. Стоимость надбавки за деловую репутацию может быть весьма значительной.

В 1988 г. фирма «Филип Моррис» купила почти за \$13 млрд фирму «Крафт», что в 4 раза превышало ее балансовую стоимость.

Стоимость товарного знака компании «Крайслер» составила \$74 млрд. Именно такую сумму заплатила за него американская компания «Додж».

Рыночная стоимость товарного знака водки «Столичная» составляет \$400 млн, что равно 10-летнему объему продажи водки, реализуемой отечественными производителями за рубежом.

Американская фирма «Интерторг» оценила в \$1 млн стоимость права использования зарегистрированного в США факсимиле модельера Вячеслава Зайцева.

Анализ содержания гудвила показывает, что многочисленные составляющие его разнородные элементы: торговая марка, деловая репутация, качество менеджмента и другие формируются под влиянием и в результате деятельности работников предприятия.

Таким образом, можно с уверенностью констатировать, что величина гудвила непосредственно связана с уровнем развития кадрового потенциала предприятия. Только высококвалифицированные люди могут организовать производство товаров высокого качества, создать непререкаемый имидж фирмы на рынке и т. д. Конечно, здесь мы исключаем случаи, когда негативный по своему характеру, но высокий по уровню квалификации кадровый потенциал (жулики типа МММ, «Чары», «Властелины» и других инвестиционных фондов) приводил с помощью хорошо организованной рекламы к созданию высокого рейтинга фирмы среди широких слоев населения.

В то же время зависимость гудвила от величины кадрового потенциала не столь прямо пропорциональна. Предприятие, имея высокий гудвил, сформированный в течение многих лет, может в течение некоторого периода времени, в частности на момент оценки стоимости предприятия, иметь низкий уровень кадрового потенциала за счет ухода большого числа ключевых руководителей и квалифициро-

ванных работников, наличия значительного по масштабу конфликта в трудовом коллективе, несоответствия квалификации многих работников изменившемуся профилю деятельности предприятия и т. д. Иными словами, если уровень развития кадрового потенциала характеризуется состоянием на текущий временной период, то гудвил формируется в течение гораздо более продолжительного времени. Этот факт непременно нужно учитывать при попытках разработать способы оценки кадрового потенциала и учета его в цене предприятия с помощью аппарата гудвила.

В литературе предлагаются различные трактовки содержания кадрового потенциала предприятия. По нашему мнению, наиболее адекватным задаче оценки стоимости предприятия является следующая: под кадровым потенциалом понимают совокупность способностей и возможностей кадров обеспечивать эффективное функционирование организации.

Не останавливаясь подробно на показателях и характеристиках кадрового потенциала, отметим, что по своей природе, сущности и содержанию кадровый потенциал относится к нематериальным активам предприятия. Однако в зависимости от ситуации кадровый потенциал может иметь и отрицательную (негативную) нагрузку и, таким образом, может быть причислен к пассивам предприятия.

Кадровый потенциал не может быть отнесен к интеллектуальной собственности, так как переменчив по своей природе, не имеет правовой защиты и не может быть отчужден для использования или реализации отдельно от конкретных людей.

Кроме того, возможны случаи, когда работник может не иметь соответствующих документов, подтверждающих у него те или иные существенные составляющие кадрового потенциала (образование, квалификация и т. д.), однако по фактическому использованию своего профессионального опыта он приносит реальную прибыль предприятию; в то же время другой работник, формально имеющий высокий профессионально-квалификационный уровень, использует его не в должной степени и потому не приносит соответствующего его потенциалу дохода предприятию.

Исходя из рассмотренной сущности и содержания понятия кадрового потенциала, можно сделать вывод о принципиальной возможности его качественной, количественной и стоимостной оценки.

Главной методологической проблемой оценки кадрового потенциала является определение того, что именно следует оценивать, по каким критериям и что учитывать при характеристике кадрового потенциала предприятия.

При рассмотрении этой проблемы следует прежде всего исходить из целей оценки кадрового потенциала. Эти цели можно разделить на три группы:

- 1) определение степени влияния кадрового потенциала на повышение или снижение рыночной цены предприятия;
- 2) определение степени влияния кадрового потенциала на инвестиционную привлекательность предприятия;
- 3) определение объема затрат на реструктуризацию кадрового потенциала в случае предпродажной или постприватизационной реструктуризации самого предприятия, а также при антикризисном управлении или инновационном проектировании.

Разумеется, набор оцениваемых объектов, показателей и критериев оценки для каждой группы целей может не совпадать. В то же время очевидно, что возможны единый методологический подход и определенный ограниченный перечень основных показателей, которые следует учитывать при оценке кадрового потенциала во всех случаях.

Прежде всего необходимо выделить показатели, характеризующие кадровый потенциал предприятия в целом.

Кадровый потенциал по определению не сводится к профессионально-личностным характеристикам отдельных работников. Не может он быть определен и как арифметическая сумма профессионально-личностных характеристик. Если, например, для решения определенной задачи необходимо иметь одного химика, двух инженеров-технологов и одного экономиста, то отсутствие хотя бы одного из них не позволит решить задачу даже при наличии на предприятии пяти не занятых высококлассных специалистов по электронике, кандидатов и докторов наук, подготовка которых стоила дороже, чем одного отсутствующего химика или экономиста.

Разумеется, индивидуальные профессионально-квалификационные и личностные качества каждого работника имеют самооценку. Однако эта ценность может быть проявлена только на рынке труда и по достоинству оценена лишь в форме оплаты труда там, где она востребована.

Для собственника или покупателя предприятия профессионально-квалификационные и личностные качества отдельного работника представляют ценность лишь в той мере, в какой могут быть использованы в составе «совокупного работника» для выполнения задач предприятия.

Профессионально-квалификационный состав кадров предприятия должен оцениваться не просто по количеству работников каждой специальности и уровню квалификации, но по сравнению с необходимой или проектируемой профессионально-квалификационной структурой персонала.

В методологическом плане такой подход принципиально важен, ибо превышение того либо иного показателя над плановым (проектируемым) отнюдь не всегда является благом для собственника или покупателя предприятия. Оно может потребовать дополнительных затрат на реструктуризацию кадрового потенциала: высвобождение, переподготовку, трудоустройство и т. п.

Контрольные вопросы

1. Назовите основные методы оценки рыночной стоимости земельных участков.
2. Перечислите все виды износа зданий и приведите формулы их исчисления.
3. В чем состоят особенности машин и оборудования как объектов оценки?
4. В каком случае применение различных методов оценки машин и оборудования будет давать одинаковый результат?
5. Перечислите основные группы нематериальных активов.
6. Все ли группы нематериальных активов могут быть идентифицированы?
7. Что такое гудвил? Назовите методы его определения.

Задачи

1. Стоимость земельного участка, купленного за 15 тыс. руб., ежегодно увеличивается на 14%. Сколько будет стоить участок через 4 года после приобретения?
2. Стоимость здания — \$800 000; коэффициент капитализации для здания — 16%; чистый операционный доход — \$200 000; коэффициент капитализации для земли — 11%. Определите стоимость земельного участка.
3. Чистый операционный доход — 70 000 у. е., коэффициент капитализации для улучшений — 20%, коэффициент капитализации для земли — 17%, доля земли в стоимости объекта составляет 0,25. Определите стоимость земли и стоимость улучшений.
4. При оценке загородного участка земли площадью 20 соток собрана информация о продаже пяти объектов сравнения. Выполните корректировки продажных цен и определите рыночную стоимость оцениваемого участка.

Характеристика	Оцениваемый участок	Аналог № 1	Аналог № 2	Аналог № 3	Аналог № 4	Аналог № 5
Цена 1 сотки исходная	–	1100	1200	1370	1450	980
Корректировка 1 Расстояние от границы города (1 км +/- 1,5%)	28	35	37	20	23	40
Корректировка 2 Инженерное обеспечение. Величина корректировки 50% (электричество 20%, газ 10%, вода 10%, канализация 10%)	Эл-во Вода Газ Канализация	Эл-во Вода	Газ	Вода	Эл-во Вода Газ Канализация	Эл-во
Корректировка 3 Степень освоенности участка. Величина корректировки 5%, освоен +5%, не освоен -5%	Освоен	Не освоен	Освоен	Освоен	Не освоен	Освоен
Корректировка 4 Транспортная доступность. Величина корректировки 15% (10 мин +/- 2%)	45 мин	1 ч 15 мин	1 ч 25 мин	30 мин	35 мин	1 ч 30 мин

5. Оцените земельный участок общей площадью 500 м², расположенный в 8-й зоне градостроительной ценности г. Санкт-Петербурга. Участок находится в частной собственности.
6. Определите наиболее эффективное использования участка, если имеются следующие данные:

	Сценарии использования зданий		
	Жилое	Офисное	Промышленное
Площадь возводимых зданий, м ²	7000	5000	8000
Стоимость строительства зданий, \$/м ²	200	250	150
Чистый операционный доход, руб.	2000000	2700000	1800000
Коэффициент капитализации зданий	23%	22%	24%
Коэффициент капитализации земли	20%	20%	20%

7. Определите рыночную стоимость участка путем дисконтирования денежных потоков. Для этого рассмотрите следующие составляющие ЧОД:
1. Земельный налог.
 2. Эксплуатационные расходы — 24 000 руб. ежегодно.
 3. Валовой доход по сценариям использования:
 - 1) \$12 000 ежегодно;
 - 2) \$18 000 ежегодно;
 - 3) \$15 000 ежегодно.
- Проведите анализ на ближайшие 6 лет.
8. Оценщик устанавливает наиболее эффективное использование свободного участка земли. При первом из возможных вариантов использования, ожидается ЧОД в размере 90 000 у. е. в год. Затраты на создание улучшений составят 400 000 у. е. По мнению оценщика, коэффициенты капитализации для улучшений и земли составляют 19 и 13% соответственно. Определите стоимость земельного участка, долю земельного участка в стоимости объекта и общий коэффициент капитализации.
9. Объект недвижимости приносит постоянный по величине ЧОД в размере 115 000 у. е. Стоимость участка земли, входящего в состав объекта, составляет 200 000 у. е. Продолжительность экономической жизни здания — 30 лет. Используя 17%-ную ставку дисконтирования и 15%-ный коэффициент капитализации для земельного участка, определите общую стоимость объекта.
10. На участке в 50 га планируется возвести дачный поселок. 20% территории общей площади участка будет отведено под дороги. Строительство дорог и прокладка коммуникаций начнется немедленно и потребует расходов в сумме \$12 500 на 1 га общей площади, половина из которых придется на 1-й год, а половина — на 2-й. В конце 1-го года, планируется продать 50 незастроенных участков по 0,20 га каждый по цене \$400 за сотку. На оставшейся территории будут возводиться коттеджи, расходы по строительству которых составят \$300 000 на 1 га. Ожидается, что 40% расходов по строительству придется на 1-й год, а на 2-й и 3-й годы — по 30%. Расходы по продаже участков составят \$6500 в год. Прогноз графика реализации застроенных участков:
- год № 1 — 0;
 - год № 2 — 50 участков по \$8000 + 20 участков по \$85 000;
 - год № 3 — 80 участков по \$90 000;
 - год № 4 — 35 участков по \$100 000;
 - год № 5 — 15 участков по \$115 000.
- Какова текущая стоимость земли, если ставка дисконтирования составляет 18%? Какова стоимость земли в конце первого года при ставке дисконтирования 17,5%?
11. Определите стоимость участка, для которого наилучшим и наиболее эффективным использованием является строительство бизнес-центра. Стоимость строительства равна \$500 000, чистый операционный доход по прогнозу оценивается в \$120 000, коэффициенты капитализации для земли и для здания — 8 и 10% соответственно.

12. Стоимость здания \$500 000, коэффициенты капитализации для здания — 16%, коэффициенты капитализации для земли — 11%, чистый операционный доход — \$200 000. Определите стоимость участка земли.
13. Определите наилучшее и наиболее эффективное использование и стоимость земельного участка, если имеются следующие данные:

	Сценарии использования		
	Жилой многоквартирный дом	Офисное здание	Коммерческое здание, розничная торговля
Площадь возводимых зданий, м ²	7300	8200	5800
Стоимость строительства зданий, \$/м ²	500	400	400
ЧОД	1 500 000	1 780 000	1 320 000
Rb	13%	12%	14%
Rl	10%	10%	10%

Какова общая расчетная стоимость объекта для выбранного вами варианта наилучшего использования?

14. Требуется оценить массив земли, который застройщик планирует разделить на 30 участков и затем продать каждый за \$25 000. При этом будут иметь место следующие издержки:
- планировка, очистка, инженерные сети, проект — \$180 000;
 - управление — \$10 000;
 - накладные расходы и прибыль подрядчика — \$60 000;
 - маркетинг — \$20 000;
 - налоги и страховка — \$10 000;
 - прибыль предпринимателя — \$40 000.

Продажа участков будет осуществляться равномерно в течение 4 лет, норма отдачи на вложенный капитал — 10%.

15. Клиент приобрел право собственности на неосвоенный земельный участок площадью 6 га и интересуется условиями его наиболее выгодной продажи. Оценщик, понимая сомнительность быстрой реализации целиком такого земельного массива и не имея сведений о ценах продаж подобных объектов, предложил вариант использования этой территории под размещение коттеджного поселка.

Как показал анализ, наибольшим спросом на местном рынке под коттеджное строительство пользуются благоустроенные участки размером 12 соток. При нарезке таких участков около 20% земли отойдет на устройство дорог, размещение водозабора, трансформаторной станции, пожарного водоема и других мест общего пользования. Таким образом, на оцениваемой территории реально может быть размещено и пущено в продажу 40 земельных участков. При наличии надежных подъездных путей и инженерных коммуникаций (электроэнергии, водопровода, газа) каждый участок продается в среднем за 36 млн руб. С учетом сложившейся динамики продаж реально рынок может поглотить около 10 участков в год, а весь период товарного обращения составит 4 года.

Издержки и прибыль инвестора составят, млн руб.:

- благоустройство (проект, расчистка и планировка территории, прокладка дорог и инженерных коммуникаций (по цене подрядчиков))— 480;
- управление — 60;
- маркетинг — 70;
- налоги и страхование — 40;
- прибыль инвестора — 130.

Итого — 780.

Определите:

- 1) ожидаемую валовую выручку инвестора;
- 2) чистый доход от продажи участков;
- 3) рыночную стоимость всего оцениваемого участка земли если норма отдачи принимается в размере 12% (без учета инфляции).

16. Определите стоимость земельного участка методом техники остатка, заполнив пустые ячейки в таблице:

1	Площадь здания, м ²	816,7
2	Площадь участка (застроенная), м ²	432,0
3	Площадь, сдаваемая в аренду, м ²	816,7
4	Арендная ставка за 1 м ² площади, руб./год	1433
5	Коэффициент недоиспользования	8%
6	Коэффициент неуплаты	2%
7	Коэффициент капитализации для здания	17,65
8	Коэффициент капитализации для земли	12,0
9	Стоимость строительства, руб.	4633977
10	Потенциальный валовой доход (3 × 4)	
11	Потери от недоиспользования (10 × 5)	
12	Потери от неуплаты (10 × 6)	
13	Действительный валовой доход (10 – 11 – 12)	
	Операционные расходы	
14	налог на землю определить по ставке (7,615 руб./м ² в год)	
15	налог на имущество	9000
16	расходы на управление — 6% от ДВД	
17	эксплуатация и ремонт — 5% от ДВД	
18	прочие расходы — 3% от ДВД	
19	Итого операционные расходы	
20	Чистый операционный доход (13 – 19)	
21	ЧОД, относящийся к зданию (9 × 7)	
22	ЧОД, относящийся к земле (20 – 21)	
23	Расчетная стоимость земли	

17. Оцените участок земли методом выделения, если:

- 1) в ближайшем окружении участка отсутствуют продажи свободных участков, а его аналог с постройками был продан за 240 000 руб.;

- 2) имеются следующие данные о продаже трех типичных застроенных участков в данном районе:

№ участка	Цена продажи участка с улучшениями, тыс. руб.	Стоимость улучшений, тыс. руб.*
1	220	158
2	220	140
3	190	150

* Стоимость улучшений подсчитана с учетом износа и прибыли предпринимателя.

18. Оценить стоимость объекта, который после его приобретения будет сдаваться в аренду. Анализ показал, что за последнее время было продано пять примерно аналогичных объектов, информация о которых представлена в таблице.

Объекты для сравнений	Чистый операционный доход (NOI), тыс. руб.	Цена продажи (V), тыс. руб.
1	2	3
№ 1	435000	2900000
№ 2	560000	3500000
№ 3	784000	5600000
№ 4	1020000	6000000
№ 5	1125000	750000
Оцениваемый объект	680000	?

19. АО «ТТТ» взяло в аренду магазин «Яхта». Среднегодовая стоимость основных фондов 100 млн руб., в том числе стоимость земельного участка 30 млн руб. Средняя стоимость оборотных средств — 50 млн руб. Средняя норма амортизационных отчислений по основным фондам — 7,2%. Арендный процент взимается из расчета 25% от стоимости производственных фондов. По договору аренды в арендную плату включается 80% амортизационных отчислений.

Какую годовую сумму арендной платы будет платить АО «ТТТ»?

20. С использованием коэффициента капитализации необходимо оценить четырехзвездочную гостиницу в центральной части города, эксплуатация которой приносит годовой чистый операционный доход 1 300 000 у. е. Имеется информация о недавних продажах аналогичных гостиниц: гостиница 1 была продана за 8 400 000 у. е., ее использование приносит ЧОД в 1 000 000 у. е.; гостиница 2 была продана за 8 000 000 у. е., ее использование приносит ЧОД в 1 200 000 у. е.; гостиница 3 была продана за 11 550 000 у. е., ее использование приносит ЧОД в 1 500 000 у. е.
21. Доход, приносимый металлическим коммерческим ларьком, составляет 100 000 у. е. в год. Величина арендной платы за земельный участок под ларьком 75 000 у. е. в год. Ставка дохода на инвестиции для ларьков составляет 13%. Монтаж ларька обходится в 140 000 у. е. На том же месте можно построить кирпичный ларек. Стоимость строительства составит 300 000 у. е., а величина ежегодного дохода повысится до 105 000 у. е. Определить лучший вариант организации торговой точки, считая, что срок службы обоих сооружений сравнительно велик.

22. На рынке продаются типовые булочные по цене 100 000 у. е. Коэффициент капитализации для таких булочных составляет 0,18. Процентная ставка по 10-летнему кредиту, обеспеченному залогом недвижимости, 10%. У покупателя имеется 100 000 у. е. собственных средств. Определите, какое вложение собственных средств в приобретение булочных даст наибольший доход на собственные средства:
- приобретение одной булочной;
 - приобретение двух булочных;
 - приобретение трех булочных;
 - вклад собственных средств в банк.
23. Ожидается, что объект недвижимости будет приносить ЧОД = 350 000 у. е. в год. Анализ сравнимых продаж показывает, что инвесторы ожидают 19%-ной нормы прибыли на собственные средства от капиталовложений в схожие объекты. Под приобретение объекта был получен самоамортизирующийся кредит в 1 750 000 у. е. Ипотечная постоянная составляет 17%.

Оцените стоимость объекта.

24. Имеется земельный участок 100 × 100 м. Схема зонирования разрешает использовать участок одним из четырех способов:

- 1) строительство многоквартирного дома;
- 2) разбивка на участки под строительство коттеджей;
- 3) размещение на участке склада стройматериалов;
- 4) организация на участке уличной торговли.

Необходимо выбрать вариант наилучшего использования исходя из имеющейся информации:

- многоквартирный дом на 65 квартир — 12 000 у. е. за квартиру; минус 580 000 у. е. на строительство;
 - раздел на участки под жилищную застройку — 5000 у. е. за участок при количестве возможных участков 25; минус 25 000 у. е. в оплату юридических и инженерных услуг на разбивку участков;
 - склад — 30 у. е. за 1 м² — чистый доход от продажи (площадь склада составит 9500 м²) минус 60 000 у. е. на строительство забора;
 - организация розничной торговли — 1100 у. е. за фронтальный метр.
25. Офисное здание приобретено на 70% с помощью кредита, выданного на 25 лет под 11% годовых. Прогнозный период 10 лет. Предполагается, что стоимость здания за этот период не изменился. Ставка дохода на собственный капитал составляет 15%. С-фактор = 0,0392. Определить общий коэффициент капитализации офисного здания с использованием формулы Эллвуда.
26. Срок службы летнего кафе — 10 лет, стоимость его строительства — 500 000 у. е., доходность таких объектов составляет 17%, а получаемый чистый операционный доход — 167 328 у. е. Определите стоимость земельного участка, используя метод остатка (возврат капитала производится равными выплатами).
27. Под земельным участком построен многоярусный гараж на 400 автомобилей. Доходность таких гаражей составляет 16%, а срок службы 30 лет.

Средняя заполняемость гаража — 75%, стоимость аренды одного машино-места — 1000 у. е. в год. Стоимость строительства такого гаража составляет 1 235 440 у. е. Определите стоимость земельного участка, используя метод остатка (возврат капитала производится равными выплатами).

28. Семья Ивановых 3 года назад купила земельный участок за 15 000 у. е. и построила на нем жилой односемейный дом. Строительство дома обошлось тогда в 65 000 у. е. В настоящее время аналогичные дома с аналогичными участками в данном районе продаются в среднем по 100 000 у. е., а свободные участки по 18 000. Какова вероятная рыночная стоимость дома с участком?
29. Определите среднее значение коэффициента капитализации для открытых автостоянок, используя следующую информацию:
- Стоянка 1 на 50 машино-мест. Аренда одного машино-места составляет 30 000 у. е. в месяц. Операционные расходы составляют 4 000 000 у. е. в год. Была продана за 80 000 000 у. е.
 - Стоянка 2 на 80 машино-мест. Аренда одного машино-места составляет 25 000 у. е. в месяц. Операционные расходы составляют 6 000 000 у. е. в год. Была продана за 90 909 100 у. е.
 - Стоянка 3 на 60 машино-мест. Аренда одного машино-места составляет 20 000 у. е. в месяц. Операционные расходы составляют 3 600 000 у. е. в год. Была продана за 120 000 000 у. е.

Средняя загрузка автостоянок составляет 2/3.

30. Здание с участком продано за 80 000 у. е. Исходя из анализа продаж земли, участок имеет оценочную стоимость 20 000 у. е. Анализ затрат показывает, что полная стоимость воспроизводства здания составляет 75 000 у. е. Определите общий накопленный износ здания.
31. Определите общую стоимость оцениваемого по затратному подходу объекта, если стоимость участка земли составляет 28 000 у. е., полная стоимость воспроизводства здания равна 90 000 у. е., а общий износ здания оценивается в 20%.
32. Перед оценщиком стоит задача определить наиболее эффективное использование земельного участка. После анализа всех факторов оценщик остановился на следующих двух вариантах НЭИ: 1) строительство офисного здания; 2) строительство торгового центра. Расходы по строительству офисного здания составят \$2,5 млн, а расходы по строительству торгового центра — 3,5 млн. Сделаны следующие предположения относительно ожидаемых доходов:

Офисное здание	Торговый центр
360000	410000
365000	430000
375 000	440000
375000	450000
400000	460000
405000	465000
410000	470000

- Предполагается, что стоимость офисного здания будет расти на 5% в год в течение 7-летнего периода владения, тогда как стоимость торгового центра — на 3% в год. Инвесторы, вкладывающие средства в строительство офисных зданий и торговых центров, ожидают 17 и 19% прибыли соответственно. Определите наиболее эффективное использование участка.
33. Вы хотите обновить для вашего производства необходимый вам комплект оборудования. Полная стоимость его воспроизводства — \$36 000, стоимость замещения — \$30 000. Оценщик определил обоснованную рыночную стоимость вашего оборудования в использовании \$18 000. Анализ сопоставимых продаж показал, что данный комплект оборудования идет за \$50 000. Определите обоснованную рыночную стоимость при перемещении интересующего вас комплекта, если завод-изготовитель может обеспечить покупателя новым оборудованием только через 3 года.
 34. Вы оцениваете производственную линию по выпуску стеклянных игрушек производительностью 1000 единиц в день. Ей 4 года, она в прекрасном состоянии и соответствует современным стандартам. Однако за последние 2 года значительно возросла конкуренция со стороны зарубежных производителей. В результате этого владелец завода использует оборудование лишь на 80%. Стоимость воспроизводства данной линии составляет \$1 млн. Физический износ приблизительно равен 15%. Чему равна обоснованная рыночная стоимость установленного оборудования (в пользовании), если фактор масштаба определен в размере 0,7?
 35. Хронологический возраст оцениваемой машины составляет 7 лет. Нормальный срок ее службы — 10 лет. В результате инспектирования и обсуждения с собственником определено, что остающийся срок службы машины составляет 5 лет. Каков эффективный возраст машины?
 36. Клиент знает, что через 5 лет потребуется замена компрессора. Цена нового компрессора равна \$200 000. Сколько должен положить клиент на счет сегодня, чтобы при 8% годовых у него через 5 лет накопилась сумма, необходимая для покупки компрессора?
 37. Предположим, что машину можно немедленно приобрести у фирмы-производителя. Полная стоимость замещения на сегодня составляет \$12 000. Возраст оцениваемой машины — 2 года. Осмотр позволил определить величину физического износа в 20%. Нормальный срок службы — 20 лет. Какова текущая обоснованная рыночная стоимость неустановленной машины?
 38. Предприятие приобретает оборудование по лизингу стоимостью 2000 млн руб. Срок лизинга — 10 лет. Годовая процентная ставка (с учетом комиссионных) — 20%. Выплата платежей по лизингу производится равными суммами два раза в год. Рассчитайте сумму платежа по лизингу.
 39. Определите восстановительную стоимость специального шкафа для хранения деталей в обеспыленной среде. Шкаф изготовлен по индивидуальному заказу и на рынке оборудования аналогов не имеет. Спрос на данный шкаф (поскольку он имеет узкое назначение) отсутствует. Габаритные размеры шкафа 600 × 600 × 180 мм.

В качестве однородного объекта выбран медицинский шкаф, размеры которого $500 \times 400 \times 2000$ мм. Цена медицинского шкафа 5 тыс. руб. Коэффициент рентабельности для данной пользующейся спросом продукции 0,25.

40. Уставной капитал акционерного общества в размере 1000 тыс. ден. ед. разделили на 800 обыкновенных акций и 200 привилегированных. Предполагаемый размер прибыли к распределению между акционерами — 200 тыс. ден. ед. Фиксированный дивиденд по привилегированным акциям — 20%. Каков предполагаемый размер дивиденда у владельца обыкновенных акций?
41. Рассчитать доходность акции ОАО «Т», если ее цена на 15 марта 2001 г. составляет 100 ден. ед., а куплена она 1 декабря 1999 г. за 90 ден. ед., дивиденд, выплаченный за этот период, составил 20 ден. ед., комиссия при покупке 5%.
42. Найти доход на акцию (EPS), если чистая прибыль ОАО «Т» составляет 800 тыс. ден. ед. и оно выпустило 10 тыс. акций.
43. Инвестор продал акцию со скидкой 15% по сравнению с первоначальной ценой продажи. При этом размер дохода на акцию составил 6%. Какова была бы доходность акции, если бы он продал ее по первоначальной цене продажи?
44. Предприятие выпускает 10%-ные привилегированные акции по цене 60 у. е. После затрат на размещение предприятие получает 57 у. е. Налог на прибыль 40%.
 - а) Рассчитайте посленалоговую стоимость капитала, полученного за счет этих акций, допуская, что они вечные.
 - б) Какова будет посленалоговая стоимость капитала, если акции будут выкупаться через 5 лет за 66 у. е.?
45. Цена облигации на эффективном рынке капитала — 850 тыс. руб., номинальная ценность — 1000 тыс. руб., купонная ставка — 8%. Рассчитайте доходность инвестора, если он будет владеть этой облигацией 10 лет (до ее погашения).
46. Определите сегодняшнюю ценность привилегированной акции, если дивиденд по ней составляет 4,5%, номинальная ценность — 100 тыс. руб. требуемая доходность — 9%.
47. По десятилетним облигациям с номинальной ценностью 1000 тыс. руб. купонная ставка (8% годовых) выплачивается и начисляется один раз в полугодие. Какая годовая купонная ставка должна выплачиваться при получении дохода один раз в год, чтобы цена облигаций не изменилась?
48. Размер дивиденда, выплачиваемого фирмой «Дельта», в настоящий момент составляет \$1,5 на одну акцию. Ожидается, что первые 3 года дивиденд будет увеличиваться на 15% в год, следующие 3 года — на 7,5, а в дальнейшем будет поддерживаться постоянный темп роста 5%. Рассчитайте сегодняшнюю ценность акций для инвестора, требующего 20% на свои инвестиции.
49. Анализ показал, что дивиденд по акциям фирмы ABC будет снижаться на 20% в год. Текущий дивиденд составляет \$5 на акцию. Рассчитайте сегодняшнюю ценность этой акции для инвестора, требуемая доходность которого составляет 14%.

50. Предположим, что рыночная стоимость активов предприятия оценивается в \$40 000, нормализованная чистая прибыль — \$8000. Средний доход на активы равен 15%. Ставка капитализации — 20%. Необходимо оценить стоимость гудвила.
51. Аудиторско-консалтинговая фирма к 2000 г. завоевала прочные позиции на рынке. Рассчитайте стоимость бренда (наименование + товарный знак) на 1 января 2001 г. (прогнозный курс доллара — 7000 руб./\$). Объем реализации — 17 млрд руб. в год. При этом известно, что 45% суммы получены за счет услуг по аудиту, 30 — по оценке, 25% — другие консалтинговые услуги. Исследование рынка показало, что имеется возможность реализовывать услуги:
- аудиторов на 25% выше среднерыночных;
 - оценщиков на 10% выше среднерыночных;
 - консалтинг 0%.
- Предполагается, что первые 5 лет доходы будут расти на 10% в год, а через 5 лет — на 5%.
52. Определите стоимость гудвила компании по следующим данным:
- стоимость чистых активов — \$100 тыс.;
 - прогнозируемая прибыль — \$27 тыс.
- По среднеотраслевым данным доходность аналогичных компаний составляет 20% на собственный капитал при коэффициенте капитализации 30%.
53. Определите стоимость торговой марки предприятия, занимающегося продажей станков. Рынок не насыщен. Партнер поставляет предприятию станки по цене на 3% ниже среднеоптовой. Оптовая цена станка — \$30 тыс. Розничная цена — \$35 тыс. Объем продаж устойчив — 2000 станков в год. Операционные расходы торговой фирмы — 80% от выручки. Коэффициент капитализации — 25%.

Глава 10

Особенности оценки бизнеса для конкретных целей

В главе на основе реальных данных рассмотрены особенности оценки бизнеса для целей ведения предпринимательской деятельности, при ликвидации предприятия, его реструктуризации, для купли-продажи, при слияниях и поглощениях.

10.1. Оценка предприятия как действующего¹

В соответствии со ст. 132 Гражданского кодекса РФ «*предприятием* как объектом прав признается *имущественный комплекс*, используемый для осуществления предпринимательской деятельности. Предприятие в целом как имущественный комплекс признается недвижимостью. Предприятие в целом или его часть может быть объектом купли-продажи, залога, аренды и других сделок, связанных с установлением, изменением и прекращением вещных прав. В состав предприятия как имущественного комплекса входят все виды имущества, предназначенные для его деятельности, включая земельные участки, здания, сооружения, оборудование, инвентарь, сырье, продукцию, права требования, долги, а также права на обозначения, индивидуализирующие предприятие, его продукцию, работы и услуги (фирменное наименование, товарные знаки, знаки обслуживания), и другие исключительные права, если иное не предусмотрено законом или договором»².

Для правильного понимания рассматриваемой концепции необходимо отметить, что она основана на виде стоимости, не являющейся рыночной.

Согласно Международным стандартам оценки, «*рыночная стоимость* есть расчетная величина, равная денежной сумме, за которую имущество должно переходить из рук в руки на дату оценки между добровольным покупателем и добровольным продавцом в результате коммерческой сделки после адекватного маркетинга; при этом предполагается, что каждая из сторон действовала компетентно, расчетливо и без принуждения»³. Определение рыночной стоимости предприятия (равно как и любого иного вида имущества) основано на принципе наиболее эффективного

¹ В данном разделе в качестве учебных примеров использованы материалы выпускных работ слушателей факультета повышения квалификации ВЭШ СПбГУЭФ.

² Гражданский кодекс РФ (с изменениями и дополнениями на 8 июля 1999 г.) от 30 ноября 1994 г. № 51-ФЗ. С. 132.

³ Международные стандарты оценки МСО-1. Рыночная стоимость как база оценки. Стандарты МКСОИ. С. 5.

использования, которое, согласно международным стандартам, определяется как наиболее вероятное использование имущества, являющееся физически возможным, разумно оправданным, юридически законным и финансово осуществимым, и в результате которого стоимость оцениваемого имущества будет максимальной¹. Если целью оценки является определение стоимости предприятия как действующего, то принцип наиболее эффективного использования невозможно применять, так как при этом определяется не стоимость в обмене (меновая стоимость), а стоимость в использовании (потребительная стоимость) для конкретного пользователя.

Стоимость предприятия как действующего (бизнеса в целом) — это понятие включает в себя оценку функционирующего предприятия и получения из общей стоимости действующего предприятия величин для составных его частей, выражающих их вклад в общую стоимость, однако сама по себе ни одна из этих компонент рыночной стоимости не образует². Сравним определение, данное в международных стандартах, с определениями российских стандартов.

Стоимость действующего предприятия — стоимость единого имущественного комплекса, определяемая в соответствии с результатами функционирования сформировавшегося производства. Оценка стоимости отдельных объектов предприятия заключается в определении вклада, который вносят эти объекты в качестве составных компонент действующего предприятия³.

Стоимость действующего предприятия — стоимость всего имущественного комплекса функционирующего предприятия (включая нематериальные активы) как единого целого⁴.

Формулировки, содержащиеся в российских оценочных стандартах, учитывают специфику терминологии, сложившейся в гражданском законодательстве РФ, которое определяет предприятие как имущественный комплекс, используемый для ведения предпринимательской деятельности. Однако не совсем точный перевод самого термина — стоимость предприятия как действующего (*on-going-concern*) приводит к неоднозначному его пониманию российскими авторами. Например, в одном из российских учебных пособий по оценке бизнеса⁵ совершенно правильно приводятся два определения стоимости для целей оценки в зависимости от «сценария» развития предприятия:

- 1) оценка стоимости действующего предприятия;
- 2) оценка ликвидационной стоимости предприятия.

Однако при описании п. 1 данной классификации приводится понимание, данное в международных стандартах оценки и выражающее концепцию стоимости

¹ Международные стандарты оценки МСО-1. Рыночная стоимость как база оценки. Стандарты МКСОИ. С. 6.

² Международные стандарты оценки МСО-2. Базы оценки, отличные от рыночной стоимости. Стандарты МКСОИ. С. 2.

³ Постановление Госстандарта РФ от 18 августа 1998 г. № 328. Государственный стандарт РФ. Единая система оценки имущества. Термины и определения. ГОСТ Р 51195.0.01-98. С. 1.

⁴ Проект стандарта оценки РФ. Единая система стандартов оценки. Оценка предприятия (бизнеса). Общие требования. Мингосимущество РФ. М., 2000. С. 2.

⁵ Оценка бизнеса: Учебное пособие /Под ред. А. Г. Грязновой и М. А. Федотовой. М., 1999. С. 23.

предприятия как действующего. Естественно, что действующее (функционирующее) предприятие может оцениваться не только в рамках данной концепции, но в зависимости от целей оценки может определяться иной вид стоимости, например рыночная или инвестиционная.

В другом учебном пособии по оценке бизнеса¹ автор, наоборот, фактически отождествляет стоимость предприятия как действующего с рыночной стоимостью. Классификация видов стоимости в зависимости от перспектив развития предприятия выглядит у данного автора следующим образом:

- 1) стоимость предприятия как действующего (*on-going-concern*);
- 2) ликвидационная стоимость предприятия.

Во-первых, это неверно, потому что стоимость предприятия как действующего согласно международным стандартам оценки есть отдельная концепция определения стоимости и не все действующие (функционирующие) предприятия должны оцениваться в рамках данного вида стоимости. Во-вторых, автор смешивает виды стоимости для целей оценки, говоря далее о том, что оценка предприятия как действующего реализуется в рамках доходного и рыночного подходов и сводится к оценке рыночной стоимости предприятия. Стоимость предприятия как действующего является нерыночным видом стоимости, о чем, между прочим, сказано в названии международного стандарта оценки МСО-2 «Базы, отличные от рыночной стоимости», где описан данный вид стоимости, и неясно, почему при ее определении автор предлагает проводить оценку рыночной стоимости предприятия. В соответствии с принципами международных оценочных стандартов понятие «действующее предприятие» отражает одну из концепций, на которых строится учетная политика, и не должно отождествляться с видом стоимости, используемым для целей оценки. Согласно п. 1.3², стоимость предприятия как действующего является стоимостью, создаваемой деятельностью бизнеса, для которого учреждено данное предприятие. Она выражает стоимость некоторого сложившегося бизнеса и выводится путем капитализации его прибыли. Полученная таким образом стоимость включает вклад земли, зданий, машин и оборудования, а также гудвила и других неосязаемых активов. Общая сумма стоимостей в использовании по всем активам составляет стоимость предприятия как действующего.

В концепции определения стоимости предприятия как действующего наиболее ярко получил свое выражение один из принципов оценки, связанных с эксплуатацией предприятия, — принцип вклада, который отражает определение стоимостей в использовании (потребительных стоимостей) различных видов собственности предприятия. Иными словами, посредством определения стоимости предприятия как действующего собственник может оценить вклад различных активов (групп активов) в общий показатель стоимости. Принцип вклада в теории оценки означает то, что включение любого дополнительного актива в систему предприятия экономически целесообразно, если получаемый прирост стоимости предприятия больше затрат на приобретение данного актива. Для оценки предприятия необходимо знать вклад каждого фактора производства в формирование дохода пред-

¹ Валдайцев С. В. Оценка бизнеса: Учеб. пособие. СПб., 2000. С. 10

² Оценка на основе концепции действующего предприятия: Руководство по применению и исполнению № 1. Стандарты МКСОИ. С. 1.

приятия. Каждый фактор должен быть оплачен (компенсирован) из доходов, создаваемых деятельностью предприятия. В табл. 10.1 приведены источники компенсации факторов производства¹.

Таблица 10.1. Факторы производства и источники их компенсации

№ п/п	Наименование фактора производства	Компенсация фактора производства
1	Труд (рабочая сила)	Заработная плата
2	Капитал	Проценты, дивиденды
3	Земля	Рента (налоги, арендная плата)
4	Управление	Прибыль, вознаграждение управляющего
5	Интеллектуальная собственность	Платежи собственнику (гонорары, вознаграждения, роялти или паушальный платеж и др.)
6	Информация	Платежи собственнику

К сожалению, в действующем российском стандарте оценки, равно как и в проекте российского стандарта, касающемся оценки предприятия (бизнеса), не получили отражения некоторые виды стоимости, без которых невозможно было бы говорить о рассматриваемой нами концепции. Определения этих видов стоимости, которые на практике обычно не рассматриваются в отрыве от концепции оценки предприятия как действующего, сформулированы в международном стандарте МСО-2 «Базы оценки, отличные от рыночной стоимости». Из самого названия стандарта видно, что он определяет нерыночные виды стоимостей.

Потребительная стоимость (стоимость в использовании) – стоимость, которую конкретная собственность имеет для конкретного пользователя при конкретном использовании. Этот вид стоимости делает акцент на том вкладе, который собственность вносит в стоимость того предприятия, чьей частью она является, без учета наиболее эффективного использования этой собственности или величины денежной суммы, которая могла бы быть получена от ее продажи. Потребительная стоимость собственности может совпасть с ее рыночной стоимостью лишь случайным образом. Потребительная стоимость будет выше рыночной, если предприятие смогло задействовать имущество более полезным и выгодным образом, чем типичный производитель аналогичного товара или услуг, и будет ниже, если предприятие не использует имущество с максимальной эффективностью. Потребительная стоимость может быть выше рыночной, если предприятие обладает особыми правами на производство, экстраординарными контрактами, уникальными патентами и лицензиями, особым гудвиллом и прочими нематериальными активами, которые при продаже не передаются новому владельцу. Таким образом, *стоимость в использовании* является мерой стоимости вклада конкретных активов в стоимость предприятия как действующего, частью которого они являются. Следует четко понимать, что стоимость в использовании активов, определяемая так же, как и стоимость предприятия как действующего для конкретного пользователя, применяется для конкретного предприятия (бизнеса), которое обладает этими активами, а не к рынку отдельного актива. То есть в рамках определения стои-

¹ Оценка бизнеса: Учеб. пособие / Под ред. А. Г. Грязновой и М. А. Федотовой. – М., 1999. С. 29.

мости в использовании актива мы не имеем дела с определением его рыночной стоимости. Согласно п. 1.8¹, предварительным условием для оценки стоимостей в использовании является *признание существующего использования данных активов конкретным пользователем на дату оценки* в противоположность некоторому альтернативному использованию, к которому их можно обоснованно применять, или же использованию точно не определенным собственником. С этой точки зрения стоимости в использовании является синонимом понятий «стоимость для организации», «стоимость для бизнеса» или «стоимость для собственника» при том условии, что нет ограничений по сроку функционирования предприятия в данной отрасли и бизнес имеет благоприятные перспективы развития. Последнее ведет к сохранению предприятия как системы, а стоимость целого всегда больше стоимостей отдельных элементов.

Эффективная стоимость — стоимость имущества с точки зрения его настоящего владельца, равная большей из двух величин — потребительной стоимости имущества для данного владельца и стоимости реализации имущества².

Чистая стоимость реализации — расчетная величина выручки от продажи актива за вычетом затрат по продаже³.

Такие виды стоимости, как стоимость в использовании, эффективная стоимость, чистая стоимость реализации, не получили отражения в проекте российского государственного оценочного стандарта, касающегося оценки предприятия.

При рассмотрении особенностей практического применения концепции стоимости предприятия как действующего приведенные выше виды стоимости (стоимость в использовании и эффективная стоимость) являются важной и неотъемлемой частью правильного ее понимания.

Наиболее характерные особенности концепции оценки предприятия как действующего:

- 1) стоимость предприятия как действующего — отдельный вид стоимости, который определяет *стоимость предприятия для конкретного пользователя* (собственника предприятия), что отражает ее нерыночный характер;
- 2) оценка стоимости предприятия как действующего предполагает оценку продолжающего действовать предприятия, имеющего благоприятные перспективы развития с сохранением *существующего использования активов* (сохранение предприятия как системы без существенного сокращения деятельности и распродажи активов по отдельности либо иного варианта наилучшего использования);
- 3) концепция оценки стоимости предприятия как действующего предполагает определение стоимости предприятия как действующего *путем капитализации его дохода (прибыли)*; общий показатель стоимости при этом можно распределить (аллоцировать) по составным частям (активам) *в соответствии с их вкладом в целое* (определить потребительскую стоимость активов пред-

¹ Оценка на основе концепции действующего предприятия: Руководство по применению и исполнению № 1. Стандарты МКСОИ. С. 2.

² Там же. С. 4.

³ Там же.

приятия), однако ни одна из полученных компонент сама по себе не будет выражать показатель рыночной стоимости.

Как известно, в теории оценки собственности существуют три основополагающих подхода, определения которых сформулированы в государственном оценочном стандарте¹: затратный, рыночный (сравнительного анализа продаж), доходный. В проекте российского стандарта по оценке предприятия к оценке бизнеса предполагается применять также три подхода.

Очевидно, что наиболее подходящим подходом для оценки предприятия как действующего является доходный. Этот факт косвенно подтверждается тем, что в рамках доходного подхода используются два метода: капитализации дохода и дисконтирования будущих доходов, а в положениях руководства к применению международных стандартов оценки сформулировано следующее: «Стоимость предприятия как действующего выражает стоимость некоторого сложившегося бизнеса и выводится путем капитализации его прибыли».

Очевидно, что методы затратного подхода не учитывают факта продолжающегося функционирования предприятия, его инвестиционного характера как товара, который определяется предполагаемыми будущими доходами. Методы рыночного подхода определяют рыночную стоимость бизнеса и не могут применяться при оценке стоимости предприятия как действующего, рассчитываемой для конкретного пользователя (собственника).

При применении доходного подхода необходимо учитывать такие факторы, как:

- прогнозные темпы роста и длительность периода получения прибыли;
- риск получения прогнозируемых доходов;
- изменение стоимости денег во времени.

При оценке ожидаемых доходов или прибыли должны учитываться структура капитала предприятия и положение на рынке за весь период существования, ожидаемые перспективы для предприятия, отраслевые и общеэкономические факторы.

Использование конкретного метода доходного подхода во многом определяется характером получаемого предприятием дохода. В случае если доход (прибыль) предприятия стабилен либо есть долгосрочный, стабильный темп роста дохода (прибыли), обычно невысокий, используется метод капитализации дохода (прибыли). При нестабильности предполагаемых в будущем доходов или существовании планов привлечения дополнительных инвестиций используется метод дисконтирования будущих доходов.

Определение стоимости предприятия как действующего предполагает последующий расчет (при необходимости) стоимостей в использовании каждого актива (группы активов), используемого в процессе функционирования предприятия. Стоимость предприятия как действующего представляет собой сумму стоимостей в использовании активов предприятия. *Стоимость для бизнеса какого-либо актива* измеряется меньшей из двух величин — *чистых текущих затрат на замещение* и его *эффективной стоимостью*. Согласно международным стандартам оценки, под чистыми текущими затратами на замещение понимаются наименьшие затраты

¹ Постановление Госстандарта РФ от 18 августа 1998 г. № 328. Государственный стандарт РФ. Единая система оценки имущества. Термины и определения. ГОСТ Р 51195.0.01-98. С. 2.

на приобретение потенциала оставшейся службы актива на дату баланса. То есть для целей оценки бизнеса данный показатель характеризует стоимость замещения конкретного актива. Эта стоимость сравнивается с эффективной стоимостью актива, которая, как уже упоминалось, представляет собой большую из двух величин — стоимости в использовании актива — максимальной суммы, которую можно получить от продолжения использования и окончательной ликвидации актива, и чистой стоимости его реализации. *Чистая стоимость реализации*, согласно международным стандартам, есть расчетная величина выручки от продажи актива за вычетом затрат по продаже. Изложенное выше проиллюстрировано в табл. 10.2.

Таблица 10.2. Стоимость актива для бизнеса

№ п/п	Стоимость актива для бизнеса равна:	Необходимые условия
1	Стоимости актива в использовании	1) стоимость в использовании > чистой стоимости реализации 2) стоимость в использовании < чистых текущих затрат на замещение
2	Чистой стоимости реализации актива	1) чистая стоимость реализации > стоимости в использовании 2) чистая стоимость реализации < чистых текущих затрат на замещение
3	Чистым текущим затратам на замещение актива	1) чистые текущие затраты на замещение < стоимости в использовании 2) чистые текущие затраты на замещение < чистой стоимости реализации

При таком подходе каждый актив рассматривается с точки зрения альтернативных возможностей его использования на дату оценки:

- 1) если стоимость актива для бизнеса равна стоимости актива в использовании, то принимается решение о сохранении данного актива на балансе;
- 2) если стоимость актива для бизнеса равна чистой стоимости реализации актива, собственник принимает решение о продаже актива;
- 3) если стоимость актива для бизнеса равна чистым текущим затратам на замещение данного актива, собственник заменяет этот актив на другой.

Таким образом, в ходе оценки каждого актива с точки зрения его вклада в стоимость предприятия как действующего (стоимость бизнеса в целом) происходит анализ каждого актива на предмет дальнейшего использования. Результатом анализа является либо сохранение актива на балансе, либо в случае, если актив, рассматриваемый в качестве отдельной составляющей предприятия как действующего, не вносит вклад в общую прибыльность предприятия, он считается избыточным относительно потребностей, связанных с функционированием предприятия и рассматривается альтернативный вариант его использования (продажа, обмен, утилизация и т. п.).

Таким образом, при определении стоимости предприятия как действующего как суммы стоимостей в использовании активов предприятия необходимо к полученной итоговой стоимости прибавить рыночную или иную стоимость избыточных активов с альтернативным текущему варианту использования.

Пример 1. Оценка стоимости предприятия как действующего.

1. Характеристика отрасли, предприятия и его положения на рынке

Рассматриваемое предприятие является одним из типичных представителей российских предприятий военно-промышленного комплекса, прошедшее в середине 90-х гг. процедуру акционирования. В результате бывшее государственное предприятие имеет на сегодняшний день статус открытого акционерного общества, 25% акций которого принадлежат государству, остальные же распределены среди трудового коллектива и администрации предприятия. Основным видом деятельности предприятия в соответствии с уставом является разработка систем и комплексов связи различного типа и назначения, включая специальные вопросы создания таких систем. Предприятие является участником целого ряда федеральных, межведомственных и ведомственных программ, таких как «Технологии информационного общества» (IST) — синергические подходы стратегического планирования глобальных сетей, «Стратегический план Санкт-Петербурга» — проект создания сети комплексного предоставления услуг населению, предприятиям и деловым кругам и др. Разработки, выполняемые предприятием, базируются на высоких информационных и телекоммуникационных технологиях (АТМ, ММТ, ТСП/IP, TMN и др.).

Структура объема работ за 9 месяцев 2000 г. по основным направлениям техники (удельный вес в процентах):

- коммутаторы — 45%;
- автоматизированные системы управления — 12%;
- оборудование локальных сетей — 6%;
- прочая продукция — 37%.

Предприятие обеспечивает полный цикл производства и обслуживания произведенных систем и комплексов технических средств связи, включая разработку, производство, поставку, гарантийное и послегарантийное обслуживание. Несмотря на то что предприятие прошло процедуру акционирования, основным заказчиком его продукции (на 85–95%) до сих пор является государство в лице соответствующих министерств и ведомств. Особенностью взаимоотношений с поставщиками предприятия — рядом компьютерных компаний Санкт-Петербурга — является отсутствие долгосрочных договоров, по которым осуществляются плановые поставки компьютерной техники, так как обычно поставки комплектующих для производства продукции предприятия осуществляются разовыми закупками под конкретные заказы. Конкурентами предприятия на внутреннем рынке можно считать одновременно его же контрагентов по различным заказам, с рядом из которых предприятие связано общими технологическими циклами и общими инженерными сетями. Это аналогичные постгосударственные и государственные предприятия промышленности связи, входившие до начала рыночных преобразований в одно комплексное объединение, частью которого являлось рассматриваемое предприятие. Предприятие не занимается экспортом своей продукции, что обусловлено отсутствием подготовленных кадров в области сбыта (в том числе в международном масштабе) и ограничениями режима секретности большей части разработок. В настоящее время предприятие имеет ряд разработок двойного назначения, которые, по прогнозам его специалистов, могли бы вызвать интерес

со стороны как российского, так и зарубежного рынков, однако в конкретной продукции данные разработки на сегодня не воплощены.

Помимо собственной материально-технической базы, высококвалифицированных инженерных и научных кадров предприятие обладает большим потенциалом в виде нематериальных активов (законченных НИР и ОКР, промышленных образцов, программного обеспечения и др.), к сожалению, отсутствующих на балансе. Проблема постановки их на баланс, вовлечения в хозяйственный оборот (коммерциализации) интеллектуальной собственности особенно остро стоит перед руководством предприятия.

Что ожидает предприятия оборонно-промышленного комплекса в будущем? Приведем некоторые данные¹, отражающие ожидания директоров предприятий, по которым, на наш взгляд, можно судить о состоянии и перспективах предприятий и отрасли в целом. В 2000 г. 87% директоров ожидали роста объемов производства своих предприятий, 73% — роста спроса на продукцию. В то же время 65% директоров ожидали в 2000 г. роста численности кадров против 30%, не ожидавших каких-либо изменений в этом показателе. В том же году ожидали роста реальной заработной платы своих сотрудников 91% директоров. При оценке перспектив своих предприятий 62% директоров прогнозировали рост прибыли в 2000 г. против 35%, не ожидавших каких-либо изменений в данном показателе; в том же году прогнозировали улучшение экономического положения своих предприятий в целом 65%, не ожидали перемен — 27%; предсказывали существование реальной опасности банкротства всего 40% против 60%, отрицавших вероятность банкротства в 2000 г. На основе сказанного выше следует признать преобладание оптимистических прогнозов над пессимистическими и уменьшение в динамике пессимизма директоров предприятий оборонного комплекса. Ожидания директоров предприятий составляют важный прогнозный фактор, отражающий не только их субъективные настроения, но и текущую информированность о состоянии и перспективах отрасли в целом.

2. Анализ финансового состояния

За период рыночных реформ в связи с сокращением оборонного заказа, прекращением государственного инвестирования и рядом других объективных причин, Предприятие понесло существенные потери в части научно-промышленного потенциала и его финансово-экономическое состояние ухудшилось. Причиной тяжелого финансового состояния являются также недостаточный уровень диверсификации и излишняя ориентация предприятия на обеспечение загрузки мощностей под работы для госзаказчиков. При проведении эффективной маркетинговой и ценовой политики возможно обеспечение предприятия заказами при их частичном перепрофилировании. Существенно облегчить финансовое положение может проведение работ по погашению задолженностей за выполненные работы. Однако необходимо учесть, что в связи с недостаточными инвестициями основные производственные фонды устарели (их износ превысил 65%). Утрачена значительная часть высококвалифицированных кадров.

¹ Витебский В. Я. и др. Оборонные предприятия России во второй половине 2000 года: ВПК, государство и общество. М., 2000. С. 39.

Проведем экспресс-анализ финансового состояния предприятия по данным его бухгалтерских балансов и отчетов о прибылях и убытках за период с четвертого квартала 1998 г. по третий квартал 2000 г. Расчет показателей финансового состояния предприятия проведен в табл. 10.3–10.5.

Таблица 10.3. Баланс предприятия на 1 октября 2000 г.

№ п/п	Актив	Сумма, тыс. руб.
	I. Внеоборотные активы	
1	Нематериальные активы	0
2	Основные средства	721
3	Долгосрочные финансовые вложения	1552
	Итого по разделу I	2273
	II. Оборотные активы	
1	Запасы	9889
2	НДС по приобретенным ценностям	92
3	Дебиторская задолженность (более 1 года)	469
4	Дебиторская задолженность (менее 1 года)	3416
5	Денежные средства	134
	Итого по разделу II	14000
	БАЛАНС	16273
	Пассив	
	III. Капитал и резервы	
1	Уставный капитал	700
2	Нераспределенная прибыль (убыток)	201
	Итого по разделу III	901
	IV. Долгосрочные обязательства	0
	Итого по разделу IV	0
	V. Краткосрочные обязательства	
1	Займы и кредиты	250
2	Кредиторская задолженность	15122
	Итого по разделу V	15372
	БАЛАНС	16273

Таблица 10.4. Отчет о прибылях и убытках на 30 октября 2000 г.

№ п/п	Статьи	Сумма, тыс. руб.
1	Выручка – нетто от реализации	1978
2	Себестоимость реализованной продукции	1840
3	Валовая прибыль	138
4	Операционные доходы	42
5	Операционные расходы	9
6	Внерезультационные доходы	183
7	Внерезультационные расходы	67
8	Прибыль до налогообложения	287
9	Налог на прибыль	86
10	Чистая прибыль	201

Проанализируем данные табл. 10.5.

Таблица 10.5. Анализ финансового состояния предприятия

№ п/п	Наименование показателя	4-й кв. 2008 г.	1-й кв. 2009 г.	2-й кв. 2009 г.	3-й кв. 2009 г.	4-й кв. 2009 г.	1-й кв. 2000 г.	2-й кв. 2000 г.	3-й кв. 2000 г.
	Коэффициенты ликвидности								
1	Коэффициент текущей ликвидности	0,94	0,93	0,95	0,94	0,75	0,75	0,71	0,93
2	Коэффициент быстрой ликвидности	0,33	0,31	0,36	0,39	0,31	0,32	0,22	0,27
3	Коэффициент абсолютной ликвидности	0,01	0,01	0,04	0,01	0	0	0,02	0,01
	Коэффициенты оборачиваемости								
1	Коэффициент оборачиваемости ДЗ	0,6	–	–	–	0,7	–	–	0,51
2	Период погашения ДЗ (в днях)	585	–	–	–	521	–	–	707
3	Коэффициент оборачиваемости запасов (в днях)	0,32	–	–	–	0,47	–	–	0,19
4	Оборачиваемость запасов (в днях)	1125	–	–	–	766	–	–	1895
5	Чистый оборотный капитал, тыс. руб.	–817	–1041	–688	–822	–1873	–1722	–1517	–1029
	Коэффициент структуры баланса								
1	Коэффициент концентрации ЗК	0,92	0,94	0,9	0,91	1,16	1,16	1,21	0,92
2	Коэффициент автономии	0,08	0,06	0,1	0,09	0,07	0,08	0,07	0,07
3	Рентабельность собственных средств	0,02	0,1	0,15	0,19	0,18	0,18	0,18	0,16
	Коэффициенты рентабельности								
1	Рентабельность продукции	0,09	0,07	0,04	0,05	0,05	0,03	0,06	0,07
2	Коммерческая маржа	0,01	0,07	0,16	0,12	0,06	0,05	0,05	0,07
	Оценка вероятности банкротства								
1	Z-счет Альтмана	1,27	1,05	1,13	1,1	1,09	1,15	1,18	1,23

Показатели ликвидности

В соответствии с проведенными расчетами отметим следующее.

1. Значение коэффициента текущей ликвидности за весь период анализа составляло менее 1. Так как данный коэффициент показывает, сколько рублей текущих активов предприятия приходится на 1 руб. текущих обязательств, можно сказать, что текущие обязательства предприятия не обеспечены его текущими активами. Среднеотраслевой показатель коэффициента по аналогичным предприятиям колеблется от 0,69 до 1,95. В состав кредиторской задолженности включены авансы по бюджетной тематике, по которой фактические объемы выполненных

на данный момент работ превышают авансированные суммы, поэтому данный показатель несколько занижен.

2. Низкие значения коэффициентов быстрой и абсолютной ликвидности обусловлены отсутствием достаточных средств у предприятия на немедленное погашение текущих обязательств и фиксируют нижний предел аналогичных среднеотраслевых показателей.

Показатели оборачиваемости активов (деловой активности)

Согласно проведенным расчетам:

1. Низкое значение коэффициента оборачиваемости дебиторской задолженности указывает на связывание средств в долгах и ограничивает краткосрочную ликвидность предприятия. Значение данного показателя менее 1, в то время когда ориентировочное нормативное значение равно 8. Период погашения дебиторской задолженности более одного года, а на конец третьего квартала 2000 г. около двух лет является неудовлетворительным.

2. Низкий показатель коэффициента оборачиваемости запасов предприятия указывает на наличие устаревших запасов. Высокое значение оборачиваемости запасов в днях указывает на то, что на складах предприятия скопилось большое количество запасов, что может объясняться использованием позаказного метода бухгалтерского учета, обусловленного долгосрочным характером договоров с потребителями.

3. Тенденция возрастания отрицательного значения показателя чистого оборотного капитала характеризует невозможность предприятия покрыть текущие обязательства за счет текущих активов и острую нехватку оборотных средств.

Показатели структуры баланса

Данные расчетов:

1. Коэффициент концентрации заемного капитала предприятия показывает его зависимость от привлеченных средств. Процент собственных средств предприятия, который характеризуется коэффициентом автономии, имеет чрезвычайно низкое значение. Отсутствие собственных средств ведет к реальным рискам невыполнения обязательств перед кредиторами, поставщиками и иными лицами.

2. Значительное превышение показателя кредиторской задолженности (за вычетом авансов) над дебиторской (на 1 октября 2000 г. более чем в 3 раза) ухудшает финансовое состояние.

Показатели рентабельности

Результаты расчетов:

1. Рентабельность продукции предприятия не превышает за весь рассматриваемый период 10%, что показывает удельный вес прибыли от реализации в каждом рубле оборота. Этот показатель характеризует эффективность не только хозяйственной деятельности, но и ценообразования.

2. Рентабельность собственных средств за рассматриваемый период имеет низкое значение, что обусловлено преобладанием заемного капитала в структуре баланса.

Показатели вероятности банкротства

Для оценки вероятности банкротства предприятия использовался Z-счет Альтмана. Предприятие имеет значение данного показателя на протяжении всего рассматриваемого периода в размере 1–1,2. На основании статистических данных

в случае, если данный показатель меньше 1,8, у предприятия существует очень высокая вероятность банкротства.

По результатам проведенного экспресс-анализа финансового состояния предприятия можно сделать следующие выводы.

1. Предприятие на конец третьего квартала 2000 г. не имеет возможности оплачивать свои текущие обязательства за счет текущих активов, что является негативным фактором, характеризующим его неустойчивость на рынке.

2. Предприятию необходимо срочно принять меры к взысканию долгов, а также повысить период оборачиваемости оборотных активов, так как связывание денег в запасах и дебиторской задолженности негативно сказывается на хозяйственной деятельности.

3. Предприятие имеет неприемлемую структуру капитала в связи с подавляющим преобладанием заемного капитала. Отсутствие достаточной величины собственных средств может привести к угрозе ликвидации при возникновении претензий со стороны контрагентов, тем более что по результатам расчетов у Предприятия очень высока вероятность банкротства.

4. Рентабельность продукции предприятия за рассматриваемый период находилась на низком уровне, что может быть следствием неправильной ценовой политики; наличие убытка по данным бухгалтерского баланса может привести к негативным последствиям вплоть до ликвидации в соответствии с законодательством РФ.

Несмотря на то что по итогам анализа отчетных форм предприятия выявлен ряд тревожных финансовых показателей, что вызвано описанными выше причинами, существуют предпосылки их улучшения, что учитывалось при составлении бизнес-плана предприятия на ближайшие 5 лет. Планируемые стабильные темпы роста прибыли в 2001–2005 гг. обусловлены следующими факторами:

- 1) заинтересованностью государства в лице соответствующих министерств и ведомств в успешной деятельности предприятия, выражающейся в позитивных тенденциях обеспечения заказами на продукцию и увеличением государственного финансирования оборонного комплекса (следует иметь в виду, что государство обладает 25% акций в акционерном капитале предприятия);
- 2) проведением переоценки основных средств и получением доходов от прочих операций, включая реализацию избыточных активов (например, не приносящих дохода основных средств);
- 3) получением доходов от внереализационных операций (в основном за счет сдачи в аренду неиспользуемых нежилых помещений на территории предприятия под офисы, торговое использование и иные цели);
- 4) проведением инвентаризации нематериальных активов и постановки на баланс с дальнейшим их коммерческим использованием (путем предоставления прав на использование объектов интеллектуальной собственности или уступки данных прав);
- 5) участием в государственных целевых программах.

Нормализация бухгалтерской отчетности проводится путем проведения корректировок на непроизводственные фонды, излишние и недостающие активы, займы и кредиты в отношении аффилированных лиц. Рассматриваемое предпри-

ятие имеет на балансе ряд активов, на которые должны быть сделаны корректировки. В международной практике такие корректировки делаются для следующих видов активов.

1. Недействующие активы — активы, которые не используются в основной деятельности предприятия.
2. Избыточные активы — возникают в случае, если предприятие имеет больше активов, чем необходимо для ведения бизнеса (например, сохраняемые для будущего расширения предприятия).
3. Нехватка активов — недостаток активов или слишком большое количество обязательств для нормального функционирования.

Для оценки стоимости предприятия как действующего данные активы оцениваются отдельно по рыночной либо иной стоимости и прибавляются к стоимости, связанной с основной деятельностью предприятия.

Опишем процедуры нормализации бухгалтерской отчетности и влияние сделанных корректировок на финансовые показатели (табл. 10.6, 10.7).

Корректировки бухгалтерского баланса:

1. Остаточная стоимость основных средств была скорректирована (уменьшена) на сумму недействующих активов, а также на сумму списания морально устаревших основных средств после проведения переоценки.

Таблица 10.6. Нормализованный баланс предприятия на 1 октября 2001 г.

№ п/п	Актив	Сумма, тыс. руб.
	I. Внеоборотные активы	
1	Нематериальные активы	0
2	Основные средства	346
3	Долгосрочные финансовые вложения	1552
	Итого по разделу I	1898
	II. Оборотные активы	
1	Запасы	5530
2	НДС по приобретенным ценностям	92
3	Дебиторская задолженность (более 1 года)	469
4	Дебиторская задолженность (менее 1 года)	3416
5	Денежные средства	134
	Итого по разделу II	9641
	БАЛАНС	11539
	Пассив	
	III. Капитал и резервы	
1	Уставный капитал	700
2	Нераспределенная прибыль (убыток)	94
	Итого по разделу III	794
	IV. Долгосрочные обязательства	0
	Итого по разделу IV	0
	V. Краткосрочные обязательства	
1	Займы и кредиты	250
2	Кредиторская задолженность	10495
	Итого по разделу V	10745
	БАЛАНС	11539

Таблица 10.7. Нормализованный отчет о прибылях и убытках на 30 октября 2000 г.

	Статьи	Сумма, тыс. руб.
1	Выручка-нетто от реализации	1978
2	Себестоимость реализованной продукции	1840
3	Валовая прибыль	138
4	Операционные доходы	95
5	Операционные расходы	134
6	Внереализационные доходы	421
7	Внереализационные расходы	386
8	Прибыль до налогообложения	134
9	Налог на прибыль	40
10	Чистая прибыль	94

2. Сумма запасов была скорректирована (уменьшена) в соответствии с данными инвентаризации запасов на складе предприятия.

Остальные статьи актива не корректировались.

Корректировки отчета о прибылях и убытках:

1. Сумма операционных доходов была скорректирована (увеличена) на сумму реализации списанных основных средств, сумма операционных расходов была скорректирована (увеличена) на сумму затрат на выбытие основных средств.

2. Суммы внереализационных доходов и расходов были скорректированы (увеличены) на суммы доходов от коммерческого использования (сдачи в аренду) неиспользуемых площадей, а также расходов по этим операциям и по результатам инвентаризации запасов.

Таблица 10.8 иллюстрирует изменение основных финансовых коэффициентов, рассчитанных до и после корректировок для третьего квартала 2000 г.

Таблица 10.8. Изменение финансовых коэффициентов

№ п/п	Наименование коэффициента	Значение до нормализации	Значение после нормализации
1	Коэффициент текущей ликвидности	0,93	0,93
2	Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности	0,51	0,51
3	Коэффициент оборачиваемости запасов	0,19	0,33
4	Чистый оборотный капитал	-1029 тыс. руб.	-761 тыс. руб.
5	Коэффициент концентрации заемного капитала	0,92	0,90
6	Рентабельность собственных средств	0,16	0,08
7	Рентабельность продукции	0,07	0,07
8	Коммерческая маржа	0,1	0,05
9	Z-счет Альтмана	1,23	1,26

В данном исследовании не проводилась трансформация бухгалтерской отчетности в соответствии с международными стандартами бухгалтерского учета в связи с тем, что пользователями результатов оценки являются российские собственники.

Представим прогноз основных экономических результатов предприятия на 2001–2005 гг. (табл. 10.9).

Выбор величины прибыли, которая будет капитализирована.

Основываясь на данных табл. 10.9, выберем величину прибыли, которая будет капитализирована.

Таблица 10.9. Прогноз основных экономических результатов, млн руб.

№ п/п	Направления инвестиций и денежных средств	Год					Итого
		2001	2002	2003	2004	2005	
1	Выручка от реализации основной продукции	7,1	7,8	8,6	9,5	10,4	43,4
2	Затраты на производство	6,55	7,16	7,85	8,56	9,25	39,37
3	Валовая прибыль	0,55	0,64	0,75	0,94	1,15	4,03
4	Прибыль от прочей реализации	0,03	0,02	0,02	0,02	0,01	0,1
5	Прибыль от внереализационных операций	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,55
6	Балансовая прибыль	0,69	0,77	0,88	1,07	1,27	4,68
7	Налог на прибыль	0,21	0,23	0,26	0,32	0,38	1,4
8	Чистая прибыль	0,48	0,54	0,62	0,75	0,89	3,28

Согласно международной практике, существуют следующие варианты для капитализации¹.

1. Ближайшие по времени операции за последние 12 месяцев или финансовый год.
2. Операции, прогнозируемые на следующий год.
3. Средняя по операциям за несколько последних лет.
4. Норма чистой прибыли (при условии возможного расширения деятельности в предстоящий период).

В силу того что деятельность предприятия за последний год продолжается (анализу и корректировке было подвергнуто 9 месяцев 2000 г.), для ориентации в том, какова будет ожидаемая деятельность в будущем, выберем базой для капитализации прогноз чистой прибыли на ближайший год.

Расчет адекватной ставки капитализации

Ставка капитализации прибыли обычно выводится из ставки дисконтирования путем вычитания ожидаемых среднегодовых темпов роста прибыли. Поэтому для одного и того же предприятия ставка капитализации обычно меньше ставки дисконтирования. С математической точки зрения ставка капитализации — это делитель, который применяется для преобразования величины прибыли за один период времени в показатель стоимости. Таким образом, чтобы определить адекватную ставку капитализации прибыли, необходимо:

- 1) рассчитать соответствующую ставку дисконтирования, используя одну из следующих методик:
 - а) модель оценки капитальных активов (модель CAPM);

¹ Оценка на основе концепции действующего предприятия: Руководство по применению и использованию № 1. Стандарты МКСОИ. С. 145.

- б) метод кумулятивного построения;
 - в) модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC);
- 2) провести соответствующие корректировки для последовательного вычисления ставки дисконтирования и коэффициента капитализации.

Для расчета ставки капитализации был выбран метод кумулятивного построения вследствие того, что остальные две методики в данном случае не могут быть применены:

- 1) модель CAPM из-за отсутствия информации по сравнимым компаниям-аналогам;
- 2) модель средневзвешенной стоимости капитала (WACC) ввиду использования для денежного потока для всего инвестированного капитала.

Рассматриваемое предприятие имеет значительное превышение заемного капитала над собственным, однако в основном он сформирован за счет текущих обязательств, которые не включаются в инвестированный капитал. Поэтому данная модель расчета ставки капитализации также не применялась. Кумулятивный метод применяется чаще всего при оценке небольших компаний и основан на предположении, что применяемая ставка дисконтирования (а следовательно, в ряде случаев и коэффициент капитализации) составлена из ряда факторов риска, которые в совокупности представляют характеристику общей прибыли, которая требуется для компенсации совокупного риска при оценке предприятия.

Проиллюстрируем применение кумулятивной модели определения ставки дисконта вместе с корректировками этой ставки, которые используются для получения коэффициента капитализации рассматриваемого предприятия (табл. 10.10).

Таблица 10.10. Расчет ставки капитализации методом кумулятивного построения

№ п/п	Знак	Этапы определения ставки капитализации	Значение, %
1		Безрисковая ставка дохода на капитал	6
2	+	Надбавка на риск за размер	5
3	+	Другие факторы риска:	
		– отраслевой риск	3
		– финансовый риск	5
		– диверсификация деятельности	2
		– компетенция менеджмента	3
	=	Ставка дисконтирования для чистой прибыли	24
4	–	Средний темп прироста	16
	=	Коэффициент капитализации чистой прибыли для первого прогнозного года	8

Пояснения к расчету ставки капитализации:

В качестве безрисковой ставки дохода на капитал выбрана ставка по валютным депозитам Сберегательного банка РФ, которая на дату оценки – 1 октября 2000 г. – равна 6% (по вкладам от \$10 000 на срок более 1 года). Безрисковая ставка дохода на капитал отражает гарантированный доход, который может быть получен от инвестиций с низким уровнем риска.

Согласно международной практике, средняя надбавка для небольших предприятий за размер составляет от 2 до 6%. В силу того что по сравнению с предприятиями-аналогами, работающими в отрасли, предприятие имеет меньший размер, оно может в перспективе иметь больший уровень доходности, а следовательно, для него требуется более высокая надбавка за риск. Выберем данную надбавку в размере 5%.

Надбавку на отраслевой риск выберем в размере 3%, учитывая, что предприятие работает в сфере высоких технологий связи и конкуренция достаточно высока.

Надбавку за финансовый риск выберем в размере 5%, так как предприятие даже после нормализации баланса и отчета о прибылях и убытках имеет не очень хорошие показатели ликвидности и оборачиваемости при существенной зависимости от заемного капитала.

Надбавку за риск диверсификации деятельности выберем в размере 2%, учитывая то, что при достаточно широкой диверсификации продукции предприятие практически полностью зависит от государственных заказчиков в лице министерств и ведомств, что, впрочем, обеспечивает на сегодняшний день практически 100% загрузку производственных мощностей и специалистов.

Надбавку на риск компетентности менеджмента выберем в размере 3%, так как в основном администрация предприятия — это несколько высококвалифицированных менеджеров, однако молодые управленческие кадры на предприятии отсутствуют.

Средний темп прироста чистой прибыли, используемый в расчете, составил 16% в год. Данный показатель рассчитан на основе прогноза деятельности предприятия, который был получен оценщиком на этапе сбора информации и является частью бизнес-плана предприятия.

Определение предварительной величины стоимости

Для расчета предварительной величины стоимости предприятия мы рассчитали необходимые показатели:

1. Чистая прибыль (прибыль после налогообложения) первого прогнозного года равна 0,48 млн руб.
2. Ставка капитализации прибыли, рассчитанная через ставку дисконтирования кумулятивным методом, равна 8%.

Определяем предварительную величину стоимости предприятия по формуле:

$$\begin{aligned} \text{Стоимость} &= \text{чистая прибыль} / \text{ставка капитализации} = \\ &= 0,48 \text{ млн руб.} / 0,08 = 6 \text{ млн руб.} \end{aligned}$$

Проведение поправок на наличие нефункционирующих активов

При нормализации бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках были проведены корректировки некоторых активов предприятия, которые определялись как активы, не дающие вклада в общую прибыльность. В результате мы получили нормализованный баланс и отчет о прибылях и убытках, соотношение которых с перспективными планами предприятия привело к обоснованному расчету его стоимости как действующего. Для активов, которые не используются в основной производственной деятельности, рассчитываются иные виды стоимости (рыночная, ликвидационная, утилизационная), затем их стоимость необходимо прибавить к стоимости предприятия как действующего, определенной на преды-

дущем этапе. Определение стоимостей избыточных активов приводиться не будет.

Поправок на контрольность и ликвидность не проводилось в силу того, что мы оценивали стоимость предприятия как действующего, которая является нерыночным видом стоимости, а также характеризует стоимость предприятия как единого целого без рассмотрения его, как совокупности долей собственников.

3. Задача аллокации стоимости для групп активов предприятия

Стоимость предприятия как действующего может быть аллоцирована (распределена) на отдельные активы предприятия для определения их вклада (стоимостей в использовании) в общий показатель стоимости.

Для того чтобы попытаться определить величину стоимостей в использовании каждого актива в общей величине стоимости предприятия как действующего, можно предложить по данным скорректированного баланса определить вклад каждого вида актива в скорректированную балансовую стоимость на дату оценки — 1 октября 2000 г., а затем распределить определенную нами стоимость предприятия как действующего на отдельные активы.

В табл. 10.11 стоимость предприятия как действующего распределена между величинами стоимостей в использовании каждой группы активов на дату оценки. Сумма стоимостей в использовании активов равна стоимости предприятия как действующего.

Таблица 10.11. Распределение стоимости предприятия между группами активов

№ п/п	Статьи актива скорректированного баланса на 1 октября 2000 г.	Сумма, тыс. руб.	Доля статьи по балансу, %	Стоимость в использовании, тыс. руб.
1	Основные средства	346	3	180
2	Долгосрочные финансовые вложения	1552	14	840
3	Запасы	5530	48	2880
4	НДС по приобретенным ценностям	92	1	60
5	Дебиторская задолженность	3885	33	1980
6	Денежные средства	134	1	60
	ИТОГО активов	11539	100	—
	ИТОГО стоимость предприятия как действующего	—	—	6000

10.2. Оценка предприятия при его ликвидации

Ситуация банкротства и ликвидации предприятия является чрезвычайной. Вероятность позитивного решения проблемы неплатежей, которая обычно сопровождает данную ситуацию, зависит от ценности имущества, которым обладает данное предприятие. И не только проблемы неплатежей, но и решение вопросов, связанных с материальным благополучием работников предприятия, в определенной степени зависят от ценности имущества ликвидируемого предприятия.

Однако оценка стоимости предприятия необходима не только в случае ликвидации предприятия. Она важна во многих других случаях например при финан-

сировании предприятия должника; при финансировании реорганизации предприятия; при санации предприятия, осуществляемой без судебного разбирательства; при выработке плана погашения долгов предприятия-должника, оказавшегося под угрозой банкротства; при анализе и выявлении возможности выделения отдельных производственных мощностей предприятия в экономически самостоятельные организации; при оценке заявок на покупку предприятия; при экспертизе мошеннических сделок по передаче прав собственности третьим лицам; при экспертизе программ реорганизации предприятия.

Оценка ликвидационной стоимости предприятия в ситуации банкротства обладает рядом особенностей, обусловленных в основном характером самой чрезвычайной ситуации. Эти особенности должны учитываться экспертом-оценщиком, заказчиком и другими сторонами, заинтересованными в результатах оценки ликвидационной стоимости.

Этот вид оценки относится к так называемым активным видам, когда на основе полученных результатов многими заинтересованными сторонами принимаются соответствующие управленческие решения.

Другая особенность оценки ликвидационной стоимости предприятия — это высокая степень зависимости третьих сторон от результатов оценки.

Оценка ликвидационной стоимости предприятия осуществляется в следующих случаях:

- компания находится в состоянии банкротства или есть серьезные сомнения относительно ее способности оставаться действующим предприятием;
- стоимость компании при ликвидации может быть выше, чем при продолжении деятельности.

В настоящее время существует множество определений ликвидационной стоимости, различия между которыми достаточно существенны с точки зрения практической работы оценщика, поэтому имеет смысл привести наиболее известные из них.

В частности, чаще всего ссылаются на определение ликвидационной стоимости, данное ведущим американским оценщиком Ш. Праттом. По его мнению, она представляет собой чистую денежную сумму, которую собственник предприятия может получить при ликвидации предприятия и раздельной распродаже его активов¹. При этом Пратт полагает, что ликвидационная стоимость предприятия как целого обычно меньше, чем сумма выручки, полученная от раздельной продажи его активов. С этим согласиться сложно: как показывает российская практика, раздельная распродажа активов предприятия чаще всего приводит к продаже имущества за бесценок и сопровождается выяснением отношений заинтересованных в распродаже имущества сторон в суде.

Из других интерпретаций ликвидационной стоимости стоит остановиться на определениях государственного стандарта России ГОСТ Р 51195.0.02-98 («ликвидационная стоимость — стоимость имущества при его вынужденной распродаже») и стандарта Российского общества оценщиков СТО РОО 20-03-96 («ликвидационная стоимость, или стоимость при вынужденной продаже, денежная сумма,

¹ *Пратт Ш.* Оценка бизнеса: анализ и оценка компаний закрытого типа. М., 1995.

которая реально может быть получена от продажи собственности в сроки, слишком короткие для проведения адекватного маркетинга в соответствии с определением рыночной стоимости»).

Как видно, ни одно из определений не говорит о ликвидационной стоимости как о имеющей место исключительно в случае раздельной распродажи собственности, хотя оба стандарта также рассматривают ликвидационную стоимость исключительно в плоскости вынужденной продажи.

Ликвидационная стоимость подразделяется на три вида.

1. Упорядоченная ликвидационная стоимость. Распродажа активов предприятия осуществляется в течении разумного периода времени, чтобы можно было получить высокие цены за продаваемые активы. Для наименее ликвидной недвижимости предприятия этот период составляет около 2 лет.
2. Принудительная ликвидационная стоимость. Активы распродаются настолько быстро, насколько это возможно, часто одновременно и на одном аукционе.
3. Ликвидационная стоимость прекращения существования активов предприятия. В этом случае активы предприятия не распродаются, а списываются и уничтожаются, а на данном месте строится новое предприятие, дающее значительный экономический либо социальный эффект. В этом случае стоимость предприятия является отрицательной величиной, так как требуются определенные затраты на ликвидацию активов предприятия.

На основании общих правил о ликвидации юридических лиц, установленных в ст. 61–65 ГК РФ, главное отличие ликвидации юридического лица (предприятия) от его реорганизации в любой форме заключается в том, что ликвидация не предполагает правопреемства, т. е. перехода прав и обязанностей ликвидируемого предприятия к другим субъектам.

Добровольная ликвидация юридического лица (предприятия) возможна по решению его участников. ГК РФ (п. 2 ст. 61) прямо предусматривает следующие основания ликвидации юридического лица по решению его участников: а) истечение срока, на который создано юридическое лицо; б) достижение цели, ради которой оно создавалось; в) признание судом недействительной регистрации юридического лица в связи с допущенными при его создании нарушениями закона или иных правовых актов при условии, что эти нарушения носят неустранимый характер, а также по иным основаниям, которые могут определяться как усмотрением акционеров, так и указанием закона.

Например, согласно п. 5 ст. 35 Закона об АО, если по окончании второго и каждого последующего финансового года в соответствии с годовым бухгалтерским балансом, предложенным для утверждения акционерам общества, или результатами аудиторской проверки стоимость чистых активов общества оказывается меньше величины минимального уставного капитала, указанной в ст. 26 Закона об АО, то акционерное общество обязано принять решение о своей ликвидации.

Законодательство не ограничивает и усмотрение участников юридического лица при определении оснований принятия решения о его ликвидации. Поэтому следует полагать, что акционеры — владельцы голосующих акций — вправе в установленном порядке принять решение о ликвидации предприятия в связи с нецелесообразностью продолжения его деятельности по любым, определяемым ими причинам.

Расчет ликвидационной стоимости предприятия включает несколько основных этапов.

1. Берется последний балансовый отчет.
2. Разрабатывается календарный график ликвидации активов, так как продажа различных видов активов предприятия требует различных временных периодов.
3. Определяется валовая выручка от ликвидации активов.
4. Оценочная стоимость активов уменьшается на величину прямых затрат (комиссионные оценочным и юридическим фирмам, налоги и сборы). Скорректированные стоимости оцениваемых активов дисконтируются на дату оценки по ставке дисконта, учитывающей связанный с этой продажей риск.
5. Ликвидационная стоимость активов уменьшается на расходы, связанные с владением активами до их продажи, включая затраты на сохранение запасов готовой продукции и незавершенного производства, сохранение оборудования, машин, механизмов, объектов недвижимости, а также управленческие расходы по поддержанию работы предприятия вплоть до завершения его ликвидации. Срок дисконтирования соответствующих затрат определяется по календарному графику продажи активов предприятия.
6. Прибавляется (вычитается) операционная прибыль (убытки) ликвидационного периода.
7. Вычитаются преимущественные права на выходные пособия и выплаты работникам предприятия, требования кредиторов по обязательствам, обеспеченным залогом имущества ликвидируемого предприятия, задолженность по обязательным платежам в бюджет и во внебюджетные фонды, расчеты с другими кредиторами.

Таким образом, ликвидационная стоимость предприятия рассчитывается путем вычитания из скорректированной стоимости всех активов баланса суммы текущих затрат, связанных с ликвидацией предприятия, а также величины всех обязательств.

При формулировании окончательного вывода относительно ликвидационной стоимости предприятия еще раз анализируются факторы, приведшие к банкротству предприятия. Если ситуация банкротства обусловлена низким уровнем управления, то корректировки полученной в результате расчетов величины ликвидационной стоимости не производится. Если же причиной банкротства явилось местоположение объекта, внешние условия, как то: общая экономическая ситуация, налоговая политика и т. п., то полученная величина ликвидационной стоимости корректируется в сторону уменьшения.

По возможности необходимо применять несколько способов оценки.

1. **Расчет рыночной стоимости активов (метод чистых активов).** Выполняется он на основе баланса на последнюю отчетную дату и желательно одновременно с инвентаризацией имущества предприятия на дату оценки. Очевидно, что степень детализации оценки будет зависеть от полноты и достоверности представленной в распоряжение оценщика информации. Величина ликвидационной стоимости в данном случае численно равна полученной методом

чистых активов рыночной стоимости и будет зависеть от таких факторов, как срок маркетинговых исследований и операций, который в данном случае составляет длительный период (до 18 месяцев), и затрат, связанных с маркетингом и процедурой ликвидации предприятия. Наиболее вероятными заинтересованными лицами в данном виде оценки ликвидационной стоимости будут учредители и акционеры, которые чаще всего хотят сохранить предприятие в его нынешнем виде.

2. **Оценка ликвидационной стоимости в соответствии с распоряжением ФСДН РФ «Об утверждении методических рекомендаций по ускоренному порядку применения процедур банкротства» от 27 августа 1998 г. № 16-р.** В таком способе оценки заинтересованы ФСФО, стремящиеся максимально быстро найти для организации-должника эффективного хозяина. Данный вид ликвидационной стоимости является нормативно-расчетной ликвидационной стоимостью, имеющей место в связи с плановой ликвидацией предприятия. Результатом такой оценки ликвидационной стоимости и продажи предприятия в соответствии с ней становится появление двух предприятий: одно из них остается с долгами, но без имущества, тогда как другое становится обладателем имущества, но без долгов.
3. **Оценка ликвидационной стоимости классическим аукционным способом** — путем раздельной распродажи имущества предприятия.

Ниже приведен учебный пример расчета ликвидационной стоимости предприятия.

Пример 2. Оценка упорядоченной ликвидационной стоимости предприятия (условно ОАО «Предприятие»).

1. Анализ финансово-экономического состояния предприятия.

В период 1999–2000 гг. на структуру баланса предприятия доминирующее влияние оказывали факторы, более характерные для деятельности торгово-посреднических организаций, нежели для промышленных предприятий. В результате сформировалась структура имущества, в которой по состоянию на 1 октября 2000 г. оборотные активы (41,2%) вплотную приблизились к величине внеоборотных активов (52,7%).

За 2 года угрожающе выросла доля платных заемных средств, которые при убыточности предприятия лишь ухудшают его финансовое состояние. При этом велика вероятность, что негативная тенденция роста доли заемных средств, и особенно кредиторской задолженности, в ближайшей перспективе сохранится.

Наблюдается тенденция формирования сугубо «торговой» структуры активов с преобладанием материальных запасов и дебиторской задолженности и низким удельным весом внеоборотных активов ввиду высокой изношенности последних. Формируется сугубо «заемная» структура пассивов, ориентированная как на платные привлеченные средства (долгосрочные займы), так и на дешевые привлеченные средства (кредиторская задолженность).

Высокий показатель износа основных средств свидетельствует об отсутствии серьезных инвестиций в последние несколько лет.

Интегральная оценка баланса общества может быть отражена формулировкой «недостаточная ликвидность баланса», поскольку на дату оценки имеет место де-

фицит высоколиквидных и легко реализуемых активов и в то же время избыток капитализированных активов.

Коэффициент быстрой ликвидности близок к оптимальной величине, тогда как коэффициенты текущей и абсолютной ликвидности заметно ниже критических значений.

Коэффициент восстановления платежеспособности в ближайшие 6 месяцев, вычисляемый согласно Распоряжению ФУДН при Госкомимуществе РФ «Об утверждении методических положений по оценке финансового состояния предприятий и установлению неудовлетворительной структуры баланса» от 12 августа 1994 г. № 31-р (в редакции от 12 сентября 1994 г.), также составляет менее 1, что свидетельствует о большой вероятности сохранения недостаточной платежеспособности Общества в ближайшее полугодие (табл. 10.12).

Таблица 10.12. Оценка чистых активов ОАО «Предприятие», тыс. руб.

Наименование показателя	Стр. ф. 1	01.01.2000	01.10.2000
АКТИВ			
Нематериальные активы	110	–	6
Основные средства	120	21994	23677
Незавершенное строительство	130	325	325
Долгосрочные финансовые вложения	140	–	–
Прочие внеоборотные активы	150	–	–
Запасы и затраты	210	3926	8019
Дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев	230	–	–
Дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев (за вычетом стр. 244)	240	6894	11036
Краткосрочные финансовые вложения	250	–	–
Денежные средства	260	233	568
Прочие оборотные активы	270	–	–
Итого по группе АКТИВЫ	«А»	33372	43631
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА			
Целевые финансирование и поступления	450	–	–
Долгосрочные заемные средства	590	6500	8337
Краткосрочные заемные средства	610	–	–
Кредиторская задолженность	620	5839	11335
Задолженность участникам по выплате дивидендов	630	–	175
Резервы предстоящих расходов	650	–	–
Прочие краткосрочные пассивы	660	–	–
Итого по группе ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	«О»	12339	19847
ЧИСТЫЕ АКТИВЫ («А» – «О»)	«ЧА»	21033	23784
Доля чистых активов в итоге баланса, %		61,4	52,1

Пояснения по расчету показателей табл. 10.12.

1. Расчет чистых активов выполнен в соответствии с Приказом Минфина РФ № 10н и ФКЦБ РФ № 03–6/пз от 29 января 2003 г. «Об утверждении поряд-

ка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ» (Зарегистрировано в Минюсте РФ 12 марта 2003 г. № 4252).

2. Нумерация строк дана в соответствии с ф. № 1 «Бухгалтерский баланс» (Приказ МФ «О формах бухгалтерской отчетности организаций» от 22 июля 2003 г. № 67н).

Коэффициенты автономии, инвестирования, обеспеченности собственными оборотными средствами и финансовой устойчивости свидетельствуют о полной финансовой зависимости ОАО от привлеченных средств. Наблюдаемое соотношение оборотных средств и основных источников их формирования позволяет говорить о «низкой финансовой устойчивости» общества и «кризисной финансовой ситуации».

Недостаток собственных оборотных средств для формирования материальных запасов составляет на дату оценки более 13 млн руб. Для оценки активов предприятия затратным методом это весьма важный показатель, поскольку он означает, что в случае продажи предприятия по цене, равной стоимости чистых активов, покупатель после покупки при прочих равных условиях не будет располагать никакими оборотными средствами и соответственно для восстановления производственного процесса на предприятии ему придется затратить дополнительные суммы для восстановления производственных запасов до нормального уровня. В силу этого при оценке накопления чистых активов принято корректировать полученную рыночную стоимость активов на сумму недостатка собственных оборотных средств для формирования материальных запасов.

Тренды показателей оборачиваемости производственных запасов, дебиторской и кредиторской задолженности неустойчивы, в 1999 г. погашения дебиторской и кредиторской задолженности не происходило. Срок оборачиваемости кредиторской задолженности несколько выше аналогичного показателя по дебиторской задолженности, что говорит о денежных затруднениях, испытываемых ОАО; коэффициент прогноза банкротства находится в зоне риска. Деятельность ОАО убыточна.

Анализ финансового состояния Общества дает основания для введения по отношению к предприятию внешнего наблюдения (табл. 10.13).

Таблица 10.13. Оценка финансового состояния ОАО «Предприятие»

Наименование показателя оценки финансового состояния	Оптимальные значения и тренд показателя	Значение показателя на		Комментарий к показателям и их тренду
		01.01.2000	01.10.2000	
1. ОЦЕНКА ИМУЩЕСТВЕННОГО ПОЛОЖЕНИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ				
1.1. Нетто-баланс организации, тыс. руб.	устойчивый рост	33967	45653	Оптимальный тренд
1.3. Доля основных средств в активах	постоянная	0,64	0,51	Тревожный спад
1.5. Коэффициент износа основных средств	0,50	0,67	0,68	Очень высокий износ

Таблица 10.13 (продолжение)

Наименование показателя оценки финансового состояния	Оптимальные значения и тренд показателя	Значение показателя на		Комментарий к показателям и их тренду
		01.01.2000	01.10.2000	
2. ОЦЕНКА ЛИКВИДНОСТИ АКТИВОВ И ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТИ				
Активы и пассивы по группам ликвидности и срочности, тыс. руб.				
2.1. Высоколиквидные активы A_1 Наиболее срочные обязательства P_1	$A_1 > P_1$	233 39	568 1637	углубляющийся недостаток активов
2.2. Быстро реализуемые активы A_2 Краткосрочные пассивы P_2	$A_2 > P_2$	6894	11036	недостаток активов;
2.3. Низколиквидные активы A_3 Долгосрочные пассивы P_3	$A_3 > P_3$	4846	10041	незначительное превышение активов
2.4. Капитализированные активы A_4 Условно-постоянные пассивы P_4	$A_4 < P_4$	22266	26036	превышение неликвидных активов
2.5. Характеристика ликвидности баланса	{+, +, +, +}	{+, +, -, -}	{-, -, +, -}	углубляющаяся неликвидность баланса
2.21. Коэффициент общей ликвидности баланса предприятия	Постоянный уровень или рост	1,05	0,86	отрицательная динамика
2.16. Коэффициент абсолютной ликвидности	$> 0,2 - 0,5$	0,03	0,03	низкий уровень
2.15. Коэффициент быстрой ликвидности	$> 0,7 - 0,8$	1,22	0,80	нормальный уровень
2.17. Коэффициент текущей ликвидности	> 2	2,05	1,49	низкий уровень
2.19. Коэффициент восстановления платежеспособности за 6 месяцев	> 1	1,15	0,61	восстановление платеже- способности проблематично
3. ОЦЕНКА ФИНАНСОВОЙ УСТОЙЧИВОСТИ И ФИНАНСОВОЙ НЕЗАВИСИМОСТИ				
3.2. Коэффициент автономии	$> 0,5 - 0,6$	0,57	0,40	низкий уровень
3.3. Коэффициент инвестирования за счет собственных источников	> 1	0,88	0,75	собственных источников нет
3.4. Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами	$> 0,1$	0,32	0,08	низкий уровень, тревожная тенденция
3.7. Показатель финансовой устойчивости	$> 0,8 - 0,9$	0,21	0,15	кризисное состояние

Наименование показателя оценки финансового состояния	Оптимальные значения и тренд показателя	Значение показателя на:		Комментарий к показателям и их тренду
		01.01.2000	01.10.2000	
3.10. Достаточность собственных оборотных средств и долгосрочных источников запасов $\pm\Phi^T$, тыс. руб	$S(\pm\Phi^c) = 1$	215	-5168	$S(\pm\Phi^c) = 0$
3.12. Достаточность общей величины основных источников образования запасов $\pm\Phi^o$, тыс. руб.	$S(\pm\Phi^c) = 1$	215	-5168	$S(\pm\Phi^c) = 0$
3.13. Характеристика финансовой устойчивости предприятия	$S(\Phi) = \{1,1,1\}$	{0,1,1}	(0,0,0)	кризисная финансовая ситуация
4. ОЦЕНКА ДЕЛОВОЙ АКТИВНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ				
4.5. Коэффициент прогноза банкротства	> 0,2	0,11	0,04	есть риск банкротства
4.6. Оборачиваемость производственных запасов, число дней	умеренное снижение	97	152	замедление оборачиваемости
4.7. Оборачиваемость дебиторской задолженности, число дней	умеренное снижение	103	119	замедление оборачиваемости
4.8. Оборачиваемость кредиторской задолженности, число дней	умеренное снижение	97	126	замедление оборачиваемости
5. ОЦЕНКА РЕНТАБЕЛЬНОСТИ И ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ				
5.4. Рентабельность продукции по валовой прибыли (за отчетный период), %	постоянный уровень	-1,24	-1,83	убыточность основной деятельности
5.5. Рентабельность основной деятельности по валовой прибыли (за отчетный период), %	постоянный уровень	-1,27	-1,85	убыточность основной деятельности
5.6. Рентабельность собственного капитала по валовой прибыли (за отчетный период), %	постоянный уровень	-0,37	-0,68	балансовая убыточность собственного капитала
5.7. Рентабельность совокупных активов по балансовой (нераспределенной) прибыли (за отчетный период), %	постоянный уровень	-0,25	-0,55	балансовая убыточность активов

Пояснения по расчету показателей табл. 10.13.

1. При расчете финансовых показателей и коэффициентов использовались:

- методика оценки показателей финансового состояния и деловой активности предприятия, представленная в приложении 1. Обращаем внимание на то, что в методике представлен весь спектр показателей анализа, применяемый по отношению к крупным предприятиям. Здесь же мы ограничились лишь отдельными показателями, что вызвано особенностями истории данного предприятия: оно неоднократно реорганизовывалось и вследствие этого «балансовая история» по состоянию на 1 октября 2000 г. насчитывает чуть более года. Нумерация строк в приложении 3 совпадает с нумерацией в приложении 1;
- методические положения по оценке финансового состояния предприятий и установлению неудовлетворительной структуры баланса (распоряжение ГКИ РФ № 31-р от 12 августа 1994 г.);
- методические разработки А. Д. Шеремета, Я. В. Соколова, В. В. Ковалева, Р. С. Сайфулина

2. При группировке активов и пассивов по степени ликвидности и срочности обязательств кредиторская задолженность и краткосрочные займы отнесены к обязательствам второй группы срочности, что более корректно с точки зрения сроков предоставления авансов и займов и соответственно с точки зрения расчетно-платежного порядка при погашении кредиторской задолженности и краткосрочных займов. Учитывая отсутствие реализации продукции (работ, услуг) за 1999 г. (ф. № 2 «Отчет о прибылях и убытках»), показатели оборачиваемости дебиторской и кредиторской задолженности по состоянию на 1 января 2000 г. определялись как отношение среднегодовых остатков задолженности к объемам полученной за 1999 г. задолженности (ф. № 5 «Приложение к бухгалтерскому балансу»).

2. Оценка ликвидационной стоимости Общества методом чистых активов.

При проведении расчетов за основу был взят баланс Общества на 1 октября 2000 г. Адаптация баланса в целях расчета рыночной стоимости предприятия методом чистых активов проводилась как в пределах активной, так и пассивной части баланса (табл. 10.14).

Таблица 10.14. Баланс ОАО «Предприятие» на 1 октября 2000 г., тыс. руб.

	Балансовая оценка	Рыночная оценка
АКТИВЫ		
I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ		
Нематериальные активы	6,0	6,0
Основные средства	23677,0	29714,6
• здания, машины, оборудование и другие основные средства	23677,0	29714,6
Незавершенное строительство	325,0	325,0
ИТОГО ПО РАЗДЕЛУ I	24008,0	30045,6

	Балансовая оценка	Рыночная оценка
II ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ		
Запасы	8019,0	8358,8
• сырье, материалы и другие аналогичные ценности	4337,0	4337,0
• затраты в незавершенном производстве	1983,0	1983,0
• готовая продукция и товары для перепродажи	1699,0	2038,8
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	2022,0	2022,0
Дебиторская задолженность со сроком погашения до 12 месяцев	11036,0	9214,7
• покупатели и заказчики	10549,0	8727,7
• авансы выданные	149,0	149,0
• прочие дебиторы	338,0	338,0
Денежные средства	568,0	469,0
• касса	2,0	2,0
• расчетные счета	566,0	467,0
ИТОГО ПО РАЗДЕЛУ II	21645,0	20064,5
ИТОГО АКТИВЫ ПРЕДПРИЯТИЯ:	45653,0	50110,1
ПАССИВЫ (ОБЯЗАТЕЛЬСТВА)		
III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ		
Уставный капитал	85,0	85,0
Добавочный капитал	21357,0	27394,6
Нераспределенная прибыль (убыток)	-835,0	-3798,5
ИТОГО ПО РАЗДЕЛУ III	20607,0	23137,1
IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА		
Займы и кредиты	8337,0	9379,1
ИТОГО ПО РАЗДЕЛУ IV:	8337,0	9379,1
V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА		
Кредиторская задолженность	11335,0	12177,9
• поставщики и подрядчики	9409,0	10350,9
• задолженность перед персоналом организации	55,0	—
• задолженность перед государственными внебюджетными фондами	44,0	—
• задолженность перед бюджетом	1538,0	1538,0
• авансы полученные	272,0	272,0
• прочие кредиторы	17,0	17,0
Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов	175,0	217,0
Доходы будущих периодов	5199,0	—
ИТОГО ПО РАЗДЕЛУ V	16709,0	17593,9
ИТОГО ПАССИВЫ ПРЕДПРИЯТИЯ	45653,0	50110,1
САЛЬДО ЧИСТЫХ АКТИВОВ	23784,0	21115,1

Пояснения по расчету показателей экономического баланса ОАО «Предприятие».

1. Принимая во внимание незначительный удельный вес в составе имущества нематериальных активов, оценщиком принято предположение, что достаточно корректной окажется их рыночная оценка на уровне остаточной стоимости, по которой они отражены в балансе на 1 октября 2000 г.

2. Учитывая незначительный удельный вес незавершенного строительства, представленного законсервированным объектом в начальной стадии строительства, и высокую степень сохранности его потребительских качеств, оценщиком также принято предположение, что корректной окажется его рыночная оценка на уровне остаточной стоимости, показанной в балансе «Предприятия» на 1 октября 2000 г.

3. Принимая во внимание чрезвычайно высокую степень физического износа активной части основных средств (см. табл. 10.15), фактически ставящую под сомнение возможность их дальнейшей эксплуатации по прямому назначению без ущерба для окружающей среды и персонала, и в связи с этим низкую вероятность их продажи на открытом рынке, было сделано предположение, что в данном случае окажется представительной рыночная оценка на основе остаточной стоимости основных средств, по которой они отражены в балансе на 1 октября 2000 г.

4. Рыночная стоимость зданий и сооружений первоначальной стоимостью 59 952,5 тыс. руб. и остаточной стоимостью 20559,4 тыс. руб. (см. табл. 10.15) получена на основе затратного метода.

В длительные маркетинговые сроки ликвидационная стоимость может быть численно равна рыночной стоимости. Валюта баланса общества на 1 октября 2000 г. составляет 50 110,1 тыс. руб. в рыночной (экономической) оценке. Обязательства общества, принимаемые во внимание как уменьшающий фактор при определении чистых активов, составляют 28 995,0 тыс. руб. в рыночной (экономической) оценке¹.

Рассматриваемое в качестве чистых активов имущество предприятия составляет 21 115,1 тыс. руб. в рыночной (экономической) оценке. Данная величина принимается как ликвидационная стоимость ОАО «Предприятие», полученная методом чистых активов (эта оценка не учитывает стоимость земли под предприятием, поскольку оно не имеет права собственности на земельные участки).

Из-за недостатка собственных оборотных средств для формирования материальных запасов в размере 13 505,0 тыс. руб. реальная цена продажи предприятия может оказаться меньше сальдо чистых активов на эту сумму. При длительном-маркетинговом сроке (до 18 месяцев) величина затрат, связанных с ликвидацией, может составить до 10%.

Оценка нормативно-расчетной ликвидационной стоимости предприятия в ходе плановой вынужденной продажи предприятия в соответствии с «Методическими рекомендациями по ускоренному порядку применения процедур банкротства», утвержденными Распоряжением ФСДН России от 27 августа 1998 г. № 16-р.

Согласно «Методическим рекомендациям...», ликвидационная стоимость предприятия может быть представлена в следующих двух вариантах:

¹ Расчет чистых активов Общества выполнялся в соответствии с Приказом Минфина РФ № 10н и ФКЦБ РФ № 03-6/пз от 29 января 2003 г. «Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ».

- как сумма денежных обязательств и обязательных платежей с учетом начисленных санкций, или так называемая начальная цена продажи;
- как сумма денежных обязательств и обязательных платежей без учета начисленных санкций, иначе называемая ценой отсечения.

Пользуясь табл. 10.14, определим обе оценки.

К сумме денежных обязательств и обязательных платежей отойдут:

- суммы полученных займов с учетом набегавших процентов;
- кредиторская задолженность, принимаемая в первом случае в балансовой оценке, а во втором случае — в экономической оценке;
- задолженность участникам по выплате доходов, которая принимается в номинальной величине для цены отсечения и в экономической оценке — для начальной цены продажи.

Доходы будущих периодов, являющиеся частью краткосрочной задолженности, во внимание не берутся как обязательства неденежного характера.

В итоге начальная цена продажи ОАО «Предприятие» составит 21 774,0 тыс. руб. и соответственно цена отсечения — 20 889,1 тыс. руб. В короткие маркетинговые сроки ликвидационная стоимость может быть равна цене отсечения.

Оценка ликвидационной стоимости предприятия в предположении раздельной распродажи активов предприятия с торгов (классическая аукционная цена).

Поскольку материальные запасы представлены главным образом недавно закупленными потребительскими товарами, предназначенными для перепродажи, остатками готовой продукции на складах и отгруженной в течение последнего месяца продукцией, принимаем простую гипотезу: на все эти товарно-материальные ценности покупатель найдется сравнительно легко. Как выясняется, при раздельной распродаже имущества предприятия удастся выручить в лучшем случае балансовую стоимость текущих активов за вычетом НДС к возмещению, т. е. 19 623,0 тыс. руб., в худшем — их рыночную стоимость в размере 18 042,5 тыс. руб.

Перейдем к основным средствам, состав которых показан в табл. 10.15.

Формально рыночная стоимость основных средств представляет собой достаточно крупную сумму, однако если принять во внимание состав основных средств, их возраст и узкую специализацию, а также градообразующий характер предприятия, обуславливающий отсутствие крупных населенных пунктов и соответственно потенциальных покупателей в радиусе 150 км, то становится понятным, что распродажа основных средств на аукционе будет осложнена рядом факторов. Реально могут быть проданы только автомобильная, тракторная и дорожная техника, а также стадо крупного рогатого скота на общую сумму 2461,5 тыс. руб. Нужно еще учесть и то, что реальная цена в случае продажи может оказаться заметно меньше, так как возраст всех объектов более чем солидный — 7–10 лет и более, т. е. это груды металлолома. Продажа остальных объектов (административно-бытовой корпус, склады ГСМ и ТМЦ, комплекс нижнего склада, краны, подкрановые пути) исключается вовсе.

Незавершенное строительство (фундамент хозблока), если и будет куплен, то в лучшем случае по балансовой стоимости, составляющей 325 тыс. руб. Нематериальные активы в виду незначительности суммы (6 тыс. руб.) в расчет не принимаются.

Таблица 10.15. Состав и стоимость основных средств ОАО «Предприятие»

Укрупненные агрегатные группы объектов основных средств	Восстановительная стоимость		Рыночная (остаточная) стоимость		Износ основных средств, %
	тыс. руб.	процент к итогу	тыс. руб.	процент к итогу	
Административно-бытовой корпус	3796,5	5,19	2390,9	12,38	22,80
Пожарное депо	1477,2	2,02	775,5	3,28	47,50
Гаражный комплекс (здания, сооружения, подъезды)	5990,2	8,18	3473,7	14,67	42,01
Здание котельной и водонапорная башня	5380,9	7,35	1060,0	4,48	80,30
Водопроводные, тепловые и канализационные сети	4792,5	6,55	2532,9	10,70	47,15
Комплекс нижнего склада (здания, сооружения, подкрановые и подъездные пути)	36313,1	49,60	8148,6	34,42	77,56
Складской комплекс (склады ГСМ и ТМЦ, подкрановые и подъездные пути)	2202,1	3,01	1637,8	6,92	25,63
Стационарное энергохозяйство (сети, трансформаторы, высоковольтные линии, котлы, дизель-генератор)	1316,6	1,80	410,6	1,73	68,81
Краны (козловые, мостовые, башенные)	1708,2	2,33	192,3	0,81	88,74
Технологическое оборудование нижнего склада	503,5	0,69	52,9	0,22	89,49
Автомобили, трактора, прицепы, роспуски	7777,5	10,62	1838,7	7,77	76,36
Экскаваторы, бульдозеры, грейдеры, иная дорожная техника, понтон	1360,4	1,86	155,6	0,66	88,56
Ремонтная техника (токарный станок и др.)	148,2	0,20	33,0	0,14	77,73
Крупный рогатый скот	444,8	0,61	434,2	1,83	2,38
Итого	73211,7	100,0	23676,7	100,0	67,66

Таким образом, суммарная стоимость имущества предприятия, которое может быть теоретически выставлено на аукционные торги в целях раздельной распродажи, составит от 20 829,0 до 22 409,5 тыс. руб. Принимаем меньшую из этих сумм как вероятную величину рыночной стоимости ОАО «Предприятие» в качестве базы установления ликвидационной стоимости в случае раздельной аукционной распродажи имущества с длительным сроком маркетинга.

Сведем полученные результаты в табл. 10.16.

Выбор величины степени снижения рыночной стоимости до уровня ликвидационной учитывает следующие факторы:

- дисконтированную величину затрат, связанных с маркетингом и процедурой ликвидации предприятия, а потому в значительной степени зависит от ка-

Таблица 10.16. Варианты ликвидационной стоимости ОАО «Предприятие»

Метод получения оценки ликвидационной стоимости	Рыночная стоимость, тыс руб.	Степень снижения рыночной стоимости до уровня ликвидационной, %	Ликвидационная стоимость, тыс. руб.
Метод чистых активов	21115,1	10	19003,6
Метод нормативно-расчетной ликвидационной стоимости	20889,1	5	19884,6
Метод «раздельной распродажи активов предприятия с открытыми торгов»	20829,0	5	19884,5

лендарного графика ликвидации, расходов по маркетингу, содержанию ликвидационной комиссии, проведению аукциона, комиссионных вознаграждений и т. п.;

- степень снижения рыночной стоимости до уровня ликвидационной используется с целью косвенно учесть величину возможных финансовых потерь в ходе вынужденной продажи предприятия или его имущества. Очевидно, что возможные потери будут наименьшими в случае продажи предприятия как целого по ликвидационной стоимости, полученной методом чистых активов или нормативно-расчетным методом, тогда как в случае раздельной распродажи имущества с аукционных торгов возможные финансовые потери могут быть достаточно высоки;
- ликвидационная стоимость, полученная нормативно-расчетным методом, предполагает короткий маркетинговый период и календарный срок ликвидации, поэтому степень снижения в данном случае отражает лишь фактор возможных случайных потерь и представляет достаточно малую величину. Объясняется это тем, что вероятность покупки не может быть априорно принята равной 100%, потому как, во-первых, реакция покупателя на цену, определяемую суммой долгов, может оказаться негативной и он может скорее отказаться от покупки, чем согласиться; во-вторых, размер долгов предприятия может оказаться элементарно несопоставим с реальным размером имущества предприятия (как в большую, так и в меньшую сторону);
- оценка рыночной стоимости методом чистых активов в наименьшей степени содержит компоненты гипотез, предположений, версий, догадок, психологических нюансов и, наоборот, в наибольшей степени отражает данные оперативного и бухгалтерского учета. В данном виде оценки прежде всего заинтересованы учредители, акционеры и работники, т. е. владельцы предприятия и лица, имеющие к нему непосредственное отношение в текущий момент. В силу этого степень снижения рыночной стоимости до уровня ликвидационной учитывает только затраты, связанные с длительным календарным сроком маркетинга и ликвидации, и предполагает нулевую вероятность возможных рыночных потерь от неудачной продажи предприятия.

Результатом альтернативного расчета ликвидационной стоимости становятся три возможные цены продажи, которые могут быть приняты во внимание органом, осуществляющим внешнее наблюдение за предприятием.

Затратный метод исходит из возможностей инвестора в приобретении недвижимости и предполагает, что инвестор проявит должное благоразумие и не заплатит за объект сумму больше той, в которую обойдется ему возведение аналогичного по назначению и качеству объекта в обозримый период. Затратный метод показывает оценку восстановительной стоимости объекта, увеличенную на стоимость предпринимательского дохода, за вычетом износа. При определении полной восстановительной стоимости объектов недвижимости, входящих в состав оцениваемого объекта, применяются укрупненные показатели восстановительной стоимости объектов основных фондов (Сборник № 9 «Укрупненные показатели восстановительной стоимости зданий и сооружений бумажной, лесной и деревообрабатывающей промышленности»), а также данные Центра по ценообразованию в строительстве при Минархстройэнерго РК по повышающим коэффициентам изменения стоимости строительства для пересчета этих показателей в уровень базовых строительных цен.

Основные формулы расчета представлены функционалом:

$$\begin{cases} \text{ПВС} = \text{УС}_{84} \times \text{О} \times \text{И}_{1984-2000}; \\ \text{ОС} = \text{ПВС} (1 - \text{К}_\phi) (1 - \text{К}_\text{м}) (1 - \text{К}_\text{э}) (1 + p), \end{cases}$$

где ПВС — полная восстановительная стоимость оцениваемого объекта недвижимости; ОС — рыночная (остаточная) стоимость оцениваемого объекта; О — общий строительный объем (м³); УС₈₄ — стоимость строительства на единицу строительного объема в ценах 1984 г.; И₁₉₈₄₋₂₀₀₀ — индекс пересчета стоимости строительства из цен 1984 г. на 1 октября 2000 г.; К_φ — коэффициент физического износа; К_м — коэффициент морального износа (в данном случае не определялся); К_э — коэффициент экономического износа (в данном случае не определялся); p — величина предпринимательского дохода (в данном случае принята в размере 25%).

Для расчета остаточной стоимости были рассчитаны коэффициенты физического износа (табл. 10.17).

Исходя из вышеизложенного, рассчитанная затратным методом рыночная стоимость помещения составляет 26 597,0 тыс. руб. Появляющаяся при этом разница между балансовой и рыночной стоимостью зданий и сооружений увеличивает добавочный капитал.

5. Рыночная стоимость по статьям «Сырье и материалы» и «Затраты» в незавершенном производстве принимается равной номинальной (балансовой) оценке. Рыночная стоимость по статье «Готовая продукция и товары для перепродажи» увеличивается в предположении возможной реализации с рентабельностью 20%, после чего на разницу рыночной и балансовой оценок увеличивается статья «нераспределенная прибыль отчетного года».

6. Рыночная оценка НДС по приобретенным ценностям взята на уровне балансового показателя, однако в соответствии с Приказом Минфина РФ № 71 и ФКЦБ № 149 от 5 августа 1996 г. «О порядке оценки стоимости чистых активов акционерных обществ» при определении величины чистых активов во внимание не принимается.

7. При определении рыночной стоимости дебиторской задолженности в ее составе выделяются:

- авансы выданные и дебиторская задолженность прочих покупателей и заказчиков, рыночная стоимость которых ввиду незначительности принимается равной номинальной сумме;
- дебиторская задолженность покупателей и заказчиков, рыночная оценка которой определяется на основе коэффициентов дисконтирования дебиторской задолженности согласно стандарту оценки СТО ФДЦ 13-05-98, при этом разница между балансовой величиной задолженности и ее рыночной оценкой относится на непокрытый убыток отчетного года. Коэффициенты дисконтирования соответствуют «Методическому руководству по анализу и оценке прав требования (дебиторской задолженности) при обращении взыскания на имущество организаций-должников» (стандарт оценки СТО ФДЦ 13-05-98 Федерального долгового центра при Правительстве РФ);
- согласно СТО ФДЦ 13-05-98, рыночная стоимость дебиторской задолженности определяется умножением величины балансовой стоимости задолженности за вычетом безнадежных долгов на коэффициент дисконтирования в зависимости от срока неплатежа по обязательствам;
- распределение дебиторской задолженности по срокам возникновения, представленное бухгалтерией «Предприятия», после проведения соответствующих процедур дисконтирования выглядит следующим образом (табл. 10.18).

8. Рыночный эквивалент денежных средств получается уменьшением строки «Расчетный счет» на сумму задолженности перед персоналом организации и задолженности по платежам во внебюджетные фонды с соответствующей корректировкой показателей кредиторской задолженности.

Таблица 10.17. Расчет коэффициентов физического износа

Компоненты зданий и сооружений	Удельный вес в стоимости объектов, %	Степень износа, %	Износ, взвешенный по удельному весу в стоимости объектов, %
Фундаменты	4,0	10,0	0,4
Стены и перегородки	16,0	25,0	4,0
Перекрытия	8,0	30,0	2,4
Крыши	6,0	40,0	2,4
Полы	8,0	35,0	2,8
Дверные и оконные проемы	3,0	40,0	1,2
Отделка	6,0	45,0	2,7
Инженерные коммуникации	13,0	55,0	6,6
Производственно-техническая инфраструктура	23,0	45,0	13,1
Асфальтобетонные площадки, земляные работы	7,0	60,0	2,4
Прочие элементы	6,0	50,0	4,0

ИТОГО по объектам в целом 38,0.

Таблица 10.18. Распределение дебиторской задолженности по срокам ее возникновения

Срок неплатежа	Задолженность, тыс. руб.	Коэффициент дисконта	Дисконт, тыс. руб.	Рыночная стоимость задолженности, тыс. руб.
От 3 месяцев	7748,0	1,00	0,0	7748,0
От 3 до 4 месяцев	614,0	0,80	122,8	491,2
От 4 до 5 месяцев	476,0	0,60	190,4	285,6
От 5 до 6 месяцев	294,5	0,40	176,7	117,8
От 6 до 7 месяцев	163,5	0,20	130,8	32,7
От 7 до 8 месяцев	443,0	0,10	398,7	44,3
Свыше 8 месяцев	810,0	0,01	801,9	8,1
ИТОГО	10549,0		1821,3	8727,7

9. Рыночная оценка, или современная стоимость уставного капитала, берется как сумма, соответствующая зарегистрированным выпускам акций общества. Баланс обеспечивается путем приравнивания к нулевой величине статьи «Задолженность участникам (учредителям) по выплате дохода».

10. Рыночная оценка долгосрочных займов определяется как наращенная сумма по формуле простых процентов (с последующим отнесением суммы процентов по займам на непокрытый убыток отчетного года):

$$P = N(1 + i) \frac{n}{360},$$

где P — наращенная сумма краткосрочных займов; N — балансовая сумма краткосрочных займов; i — процентная ставка по займу (в данном случае взята равной ставке рефинансирования ЦБ РФ, составлявшей на дату оценки 25%); n — число дней начисления процентов по займу между промежуточными платежами (в данном случае в соответствии с условиями получения займа 180 дней).

11. Рыночная стоимость кредиторской задолженности определяется в зависимости от конкретной статьи:

- рыночная оценка задолженности перед подрядчиками и поставщиками получается приведением бухгалтерской величины обязательства к текущему моменту времени с наращением по формуле простых процентов на временном интервале, равном периоду оборачиваемости кредиторской задолженности (табл. 10.13, п. 4.8, гр. 4); одновременно на разницу между балансовой и рыночной величинами задолженности возрастает непокрытый убыток отчетного года:

$$K^* = K \left(1 + \sum_j \frac{i_j \times d_j}{365} \right),$$

где K^* — рыночный эквивалент кредиторской задолженности перед подрядчиками и поставщиками; K — балансовая кредиторской стоимости перед подрядчиками и поставщиками; i_j — ставка рефинансирования ЦБ РФ на со-

ответствующем индексу временном интервале, принимаемая в качестве актуарной нормы доходности; d_j — число дней соответствующего индексу временного интервала; j — множество временных интервалов в период с 15 мая 1999 г. по 1 октября 2000 г., в течение которых ставки рефинансирования ЦБ РФ были различны (табл. 10.19);

Таблица 10.19. Зависимость ставки рефинансирования ЦБ РФ от срока неплатежа свыше 3 месяцев

Срок неплатежа свыше 3 мес.	+1 мес.	+2 мес.	+3 мес.	+4 мес.	+5 мес.	+6 мес. и более
Коэффициент	0,8	0,6	0,4	0,2	0,1	0,01

- рыночные оценки задолженности перед бюджетом, полученных авансов и прочей задолженности принимаются равными балансовым величинам;
- задолженность перед персоналом и задолженность перед внебюджетными фондами считаются равными нулевой величине как погашенные (в корреспонденции с расчетным счетом);

12. Приведенная к текущему моменту оценка задолженности перед участниками и учредителями по выплате доходов учитывается с наращением начиная с 1 января 1999 г. по состоянию на дату оценки по формуле наращенных простых процентов; одновременно на разницу между балансовой и рыночной величинами задолженности возрастает непокрытый убыток отчетного года:

$$Z^* = Z \left(1 + \sum_j \frac{i_j \times d_j}{365} \right),$$

где Z^* — рыночный эквивалент задолженности перед участниками и учредителями по выплате дохода; Z — балансовая величина задолженности перед участниками и учредителями по выплате дохода; i — ставка рефинансирования ЦБ РФ на соответствующем индексу временном интервале, принимаемая в качестве актуарной нормы доходности; d_j — число дней соответствующего индексу временного интервала; j — множество временных интервалов в период с 1 января 1999 г. по 1 октября 2000 г., в течение которых ставки рефинансирования ЦБ РФ были различны.

13. Учитывая значительный рост статьи доходы будущих периодов, мы предполагаем, что в данном случае имеет место скрытая форма целевого финансирования. Такое предположение тем более вероятно, поскольку значительный пакет акций «Предприятия» принадлежит государству. Исходя из этих соображений мы сочли целесообразным перенести сумму доходов будущих периодов в строку «Целевое финансирование и поступления»: в этом случае сумма доходов будущих периодов будет фактором, в соответствии с Приказом Минфина РФ № 10н и ФКЦБ № 03–6/пз от 29 января 2003 г. «Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов акционерных обществ» уменьшающим величину чистых активов.

14. Статья «Нераспределенная прибыль (убыток)» является регулирующей (балансирующей), поэтому ее конечное сальдо есть результат операций, алгоритм которых приведен в п. 1–13.

10.3. Оценка предприятия в целях реструктуризации

Складывающиеся рыночные отношения открывают большие перспективы для российского бизнеса, но в то же время большинство предприятий имеют мало шансов на дальнейшее существование без реструктуризации. Под реструктуризацией можно понимать процесс, обеспечивающий эффективность использования производственных ресурсов, приводящий к увеличению стоимости бизнеса. Главная цель реструктуризации — поиск источников развития предприятия (бизнеса) на основе внутренних и внешних факторов. Внутренние факторы основаны на выработке операционной, инвестиционной и финансовой стратегии создания стоимости предприятия за счет собственных и заемных источников финансирования, а внешние — на реорганизации видов деятельности и структуры предприятия.

Подробно внутренние факторы развития бизнеса в данном учебном пособии рассматриваться не будут, так как они зависят от политики, выбранной руководством предприятия. В свою очередь, внутреннюю политику ведения бизнеса можно разрабатывать на основании результатов расчетов от возможного проведения реорганизации.

Остановимся подробнее на таких внешних факторах реструктуризации, как реорганизация и разукрупнение предприятия.

Для производственного предприятия реструктуризация будет означать такое изменение элементов, которое создает потенциал (запас мощности данного элемента (прогрессивности) в эффективном функционировании его самого и системы в целом) для развития предприятия¹.

Обратимся к законодательству. Согласно ст. 57 ГК РФ и ст. 15 Закона РФ «Об акционерных обществах», общество может быть добровольно реорганизовано в форме слияния, присоединения, разделения, выделения и преобразования.

Под слиянием понимается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ, с прекращением существования последних.

Под присоединением признается прекращение деятельности одного или нескольких обществ с передачей всех их прав и обязанностей другому обществу. При присоединении одного общества к другому к последнему переходят все права и обязанности присоединяемого общества.

Под разделением признается прекращение деятельности общества с передачей всех его прав и обязанностей вновь создаваемым обществам.

Под выделением признается создание одного или нескольких обществ с передачей им части прав и обязанностей реорганизуемого общества без прекращения деятельности последнего.

Общество вправе преобразовываться в общество с ограниченной ответственностью или в производственный кооператив, при этом к вновь возникшему юридическому лицу переходят все права и обязанности реорганизуемого общества.

Так как подразумевается, что на базе существующих производственных участников будут созданы своеобразные бизнес-единицы, то из всех предложенных более подходящий — вариант реорганизации предприятия путем выделения.

¹ Структурная перестройка научных и производственных предприятий / Под ред. А. А. Румянцева. СПб., 1999. С. 59.

Под разукрупнением можно понимать реструктуризацию предприятия путем создания дочерних и зависимых обществ (ст. 107 ГК РФ, ст. 6 Закона «Об акционерных обществах»).

Общество признается дочерним, если другое (основное) хозяйственное общество в силу преобладающего участия в его уставном капитале, либо в соответствии с заключенным между ними договором, либо иным образом имеет возможность определять решения, принимаемые таким обществом. Дочернее общество не отвечает по долгам основного общества.

Общество признается зависимым, если другое (преобладающее) общество имеет более 20% голосующих акций первого общества.

Так как общество будет создаваться на базе предприятия и желательно иметь полный контроль над его деятельностью, очевидно, что выгоднее иметь дочернее общество и быть его единственным учредителем.

Рассмотрим принципиальные различия между созданием нового юридического лица путем реорганизации существующего в форме выделения и процессом образования дочерних обществ, учрежденных вновь. Для удобства восприятия сведем все характерные признаки в сравнительную табл. 10.20.

Таблица 10.20. Различия в создании нового юридического лица (в форме выделения) и образования новых дочерних обществ

№ п/п	Характерный признак	При создании дочернего общества	При реорганизации в форме выделения
1	Собственник нового общества	ОАО «Х» становится единственным учредителем, участником (акционером) и обладает 100%-ным пакетом акций нового общества	Собственник не меняется, так как акционеры ОАО «Х» становятся акционерами выделенного общества. При этом происходит конвертация акций ОАО «Х» на акции выделенного общества
2	Высшие органы управления нового общества	Высшим органом управления является его единственный учредитель — ОАО «Х», в лице гендиректора	Высшим органом управления является общее собрание акционеров
3	Имущество нового общества	Состоит из имущества внесенного учредителем в виде вклада в уставный капитал по рыночной стоимости	Состоит из имущества, переданного ОАО «Х» в соответствии с разделительным балансом
4	Основные производственные фонды	В нашем случае предлагается передача по рыночной стоимости, чтобы снизить стоимость ОФ, а \Rightarrow налог на имущество и амортизацию	Передаются в собственность нового общества согласно разделительному балансу по первоначальной стоимости
5	Переход прав и обязательств	Права и обязанности ОАО «Х» не переходят и не распространяются на новое общество. Оно начинает работать с «чистым» балансом, без дебиторских и кредиторских задолженностей, имеющихся у ОАО «Х». Уведомление кредиторов не требуется	Каждому новому обществу передается часть прав и обязанностей ОАО «Х». Обязательное предварительное уведомление кредиторов

Таблица 10.20 (окончание)

№ п/п	Характерный признак	При создании дочернего общества	При реорганизации в форме выделения
6	Орган, принимающий решение об образовании нового общества	Совет директоров ОАО «Х».	Общее собрание акционеров ОАО «Х»

На основании табл. 10.20 можно сделать вывод, что вариант реорганизации путем создания дочерних обществ наиболее привлекателен для вновь создаваемого предприятия и не противоречит законодательству (ст. 66 ГК РФ).

Согласно комментарию к ФЗ «Об акционерных обществах» ст. 6, дочерними могут быть общества с ограниченной ответственностью и акционерные общества.

Пример 3. Определения стоимости предприятия «Х» в целях реструктуризации.

1. Краткий анализ финансового состояния предприятия.

Результаты анализа сведены в табл.10.21–10.24.

Анализ структуры баланса ОАО «Х» показал, что около 80% имущества предприятия составляют внеоборотные активы (основные фонды предприятия). На 1 января 2000 г. на долю оборотных средств приходится 20,54% активов предприятия, а на 1 октября 2000 г. их доля снизилась на 3,24%.

Удельный вес запасов в структуре оборотных активов на конец анализируемого периода составил 36,48%, что на 14% выше по сравнению с началом периода.

На 1 января 2000 г. 76% оборотных средств приходится на дебиторскую задолженность, на конец периода ее доля снизилась на 16,55%.

Удельный вес денежных средств ничтожно мал (0,7%) , что говорит о низкой абсолютной ликвидности предприятия.

Активы ОАО «Х» на 77–78% сформированы за счет собственного капитала. Доля заемных средств на начало года составила 23,05% и на конец периода снизилась на 1,52%; 99,7% заемных источников приходится на краткосрочные обязательства, 73% из которых составляет долг перед бюджетом и внебюджетными фондами по налогам, штрафам, пени. К концу периода наблюдается снижение этой задолженности на 308 тыс. руб., однако в структуре кредиторской задолженности долг перед бюджетом увеличивается почти на 3%.

Анализ структуры капитала показал, что оборотные активы полностью сформированы за счет заемных средств. Данный факт указывает на несостоятельность организации, ее деятельность находится на грани банкротства.

Анализ платежеспособности ОАО «Х» также подтверждает вывод, сделанный выше. Коэффициент текущей ликвидности за 9 месяцев 2000 г. снизился до уровня 0,81, т. е. 81% кредиторской задолженности может быть погашено за счет оборотных активов. За счет денежных средств и дебиторской задолженности на 1 января 2000 г. предприятие могло погасить 68% долгов, а на 1 октября 2000 г. — только 48%.

За счет денежных средств организация не сможет оплатить кредиторскую задолженность, на что указывает коэффициент абсолютной ликвидности, значение которого равно нулю.

Рентабельность ОАО «Х» находится на низком уровне. Если в 1998–1999 гг. рентабельность продаж по основной деятельности сохранялась на одном уровне

Таблица 10.21. Анализ структуры баланса

Группы статей баланса	Сумма, тыс. руб.		Изменение		Структура (удельный вес), %		
	01.01.2000	01.10.2000	тыс. руб.	%	01.01.2000	01.10.2000	измене- ние
Актив							
1. Постоянные активы	20531	20455	-76	-0,4	79,46	82,7	+3,24
2. Оборотные активы	5307	4279	-1028	-19,4	20,54	17,3	-3,24
2.1. Запасы	1190	1561	+371	31,2	22,42	36,48	+14,06
2.2. Дебиторская задолженность менее 12 месяцев	4022	2535	-1487	-37	75,79	59,24	-16,55
2.3. Денежные средства	1	31	30	3000	0,02	0,73	+0,71
2.4. НДС, прочие активы	94	152	58	61,7	1,77	3,55	+1,78
ИТОГО АКТИВЫ	25838	24734	-1104	-4,3	100	100	
Пассив							
1. Собственный капитал	19881	19408	-473	-2,4	76,95	78,47	+1,52
2. Заемный капитал	5957	5326	-631	-10,6	23,05	21,53	-1,52
2.1. Долгосрочный капитал	15	15	—	0	0,25	0,28	—
2.2. Краткосрочный капитал	5942	5311	-631	-10,7	99,75	99,72	-0,03
из него:							
краткосрочные кредиты	10	15	-5	50	0,2	0,2	—
кредиторская задолженность	5932	5301	—	-10,7	99,8	99,8	—
в том числе долг по налогам и во внебюджетные фонды	4318	4010	-308	-7,2	72,79	75,65	—
ИТОГО ПАССИВЫ	25838	24734	-1104	-4,3	100	100	

Таблица 10.22. Анализ финансовой устойчивости предприятия

Показатели	01.01.2000	01.10.2000	Норма
Коэффициент автономии	0,77	0,79	Более 0,50
Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами	-0,12	-0,24	Более 0,10

Таблица 10.23. Анализ платежеспособности предприятия

Показатели	01.01.2000	01.10.2000
Коэффициент текущей ликвидности	0,89	0,81
Коэффициент критической ликвидности	0,68	0,48
Коэффициент абсолютной ликвидности	0	0

Таблица 10.24. Анализ рентабельности предприятия

Показатели	1998 г.	1999 г.	9 месяцев 2000 г.
Рентабельность продаж (отношение прибыли от реализации услуг к выручке от реализации услуг)	7,2%	7,57%	-2,68%
Рентабельность производства (отношение балансовой прибыли к выручке)	0,24%	3,65%	0

(примерно 7,5% прибыли реализуемых услуг приходилось на 1 руб. выручки), то на 1 октября 2000 г. основная деятельность принесит убытки.

Следует отметить, что на снижение рентабельности повлияли такие факторы, как значительное увеличение операционных расходов (в состав которых включен налог на имущество) и отвлеченных средств (штрафы, пени перед бюджетом).

2. Область и подходы к оценке предприятия, этапы работы.

В целях объективного и добросовестного проведения оценки был осуществлен ряд независимых исследований и анализов, на основании которых оценщик пришел к выводу, что при оценке предприятия наиболее приемлем затратный подход. Такой вывод сделан исходя из следующих заключений.

По мнению оценщика, использование сравнительного подхода в расчетах невозможно, так как в связи с неразвитостью фондового рынка в России отсутствует открытая достоверная информация о предприятиях-аналогах, позволяющая определить стоимость предприятия данным подходом.

Использование доходного подхода, по мнению оценщика, неприемлемо, так как, во-первых, производится оценка действующего предприятия при существующем использовании, а по итогам 9 месяцев 2000 г. оно имеет убыток. Во-вторых: прогнозирование будущих денежных потоков очень сложно и условно, так как предприятие не имеет постоянных заказчиков и его доход зависит от заключенных договоров на грузоперевозки и ремонт. В-третьих, величина денежных потоков от производственной деятельности невелика по сравнению со стоимостью его чистых активов, а в этом случае рекомендуют определять ликвидационную стоимость (использовать имущественный подход).

Имущественный подход включает в себя следующие методы:

- метод расчета ликвидационной стоимости;
- метод накопления активов;
- метод чистых активов;
- метод расчета стоимости замещения.

В нашем случае подразумевается не ликвидация, а реорганизация предприятия. Имущество не будет продаваться, а будет передано в уставный капитал дочерним фирмам, поэтому метод расчета ликвидационной стоимости не подходит, так как имущество будет «реализовано» в один день и нет необходимости учитывать затраты по подготовке и продаже активов.

Метод чистых активов и стоимости замещения использовать не совсем корректно, так как они в малой степени учитывают рыночную ситуацию и основаны в основном на восстановительной стоимости имущества.

Таким образом, в расчетах будет использоваться метод накопления активов.

При определении рыночных улучшений (зданий, сооружений, сетей) применялись три классических подхода — затратный, сравнительный (рыночный), доходный. К этому оценщик пришел на основании следующего.

1. Затратный подход позволяет определить остаточную стоимость имущества исходя из затрат на строительство новых аналогичных объектов в текущих ценах за вычетом накопленного совокупного износа. Расчеты по данному подходу не содержат субъективных суждений, опираются на достоверную открытую информацию. Использование затратного подхода осуществимо для предложенного к оценке имущества.
2. При поиске сопоставимых продаж и предложений (сравнительный подход) на аналогичные объекты недвижимости использовалась информационная база ООО «Петрозаводская риелторская компания» и других фирм, владеющих сведениями о сделках по купле-продаже в Республике Карелия. Информация по сопоставимым объектам также была получена как из общественных, так и из частных источников и средств массовой информации. Произведенный анализ информации позволил сделать вывод, что сделки купли-продажи по аналогичным объектам осуществлялись, что также дает возможность определить рыночную стоимость имущества сравнительным подходом.
3. Доход считается полученным из размещения в недвижимость доходного бизнеса или аналогичен доходу, полученному от сдачи объектов в аренду. Рынок аренды аналогичных объектов в настоящее время достаточно развит, поэтому на основании информационной базы ООО «Петрозаводская риелторская компания» с достаточной степенью точности можно определить стоимость аренды, величину операционных издержек и т. д., а следовательно, и возможный доход от сдачи оцениваемых объектов в аренду. Таким образом оценщик мог использовать в расчетах доходный подход.

Определение стоимости недвижимости затратным подходом.

1. Расчет стоимости земельного участка.

В настоящее время рынок земельных участков находится в зарождающейся стадии, это связано в основном с несовершенством земельного законодательства. Во всяком случае, данные по сделкам с земельными участками чрезвычайно редки, что не позволяет определить стоимость участка методом сравнения рыночных продаж и методом распределения. Отсутствие данных по доходному использованию имущества от размещения в нем бизнеса (производства) по оцениваемому или аналогичному комплексу не позволяет определить стоимость участка методом остатка для земли.

Однако оцениваемый земельный участок арендуется предприятием, что позволяет определить его стоимость методом капитализации земельной ренты. Метод капитализации земельной ренты основан на принципе ожидания, т. е. типичный инвестор приобретает земельный участок в ожидании будущих доходов или выгод. Стоимость участка определяется путем капитализации доходов, полученных за счет арендных платежей.

В нашем случае базовая арендная годовая ставка составляет 1,94 руб./м² с учетом НДС, площадь участка — 58 534 м², коэффициент капитализации земли, рекомендуемый для расчетов Госкомземом Республики Карелия, — 15%.

Таким образом, стоимость права аренды земельного участка составляет:

$$[1,94/1,2 \times 58\,534]/0,15 = 94\,630/0,15 = 630\,866 \text{ руб.}$$

с учетом НДС, или, округленно до тысяч рублей, 631 000 (шестьсот тридцать одна тысяча) рублей.

В основу расчета восстановительной стоимости улучшений положена методика, заключающаяся в переводе стоимости строительства аналогичных объектов из уровня цен по состоянию на 1969 г. в современные цены путем умножения на соответствующие коэффициенты, учитывающие динамику удорожания материалов и работ за этот период.

При определении восстановительной стоимости ($C_{\text{вос}}$) улучшений использовались показатели из сборников УПВС (C_{69}), утвержденных Государственным комитетом Совета Министров СССР по делам строительства. Применялись индексы изменения сметной стоимости СМР по отраслям народного хозяйства (I_{69-84}), утвержденные Постановлением Госстроя СССР № 94 от 11 мая 1983 г., индексы изменения цен в строительстве к уровню 1984 г. (I_{84-00}), опубликованные в межрегиональном информационно-аналитическом бюллетене «КО-ИНВЕСТ», выпуск № 3 (32), 2000 г.

Расчет восстановительной стоимости имущества производился по формуле:

$$C_{\text{вос}} = C_{69} \times K_i \times V \times I_{69-84} \times I_{84-00} \times K_{\text{ПП}}$$

где C_{69} — стоимость единичного показателя объекта оценки — руб./м³, руб./м² и т. д.; K_i — поправочные коэффициенты, учитывающие наличие или отсутствие благоустройства, сетей или отдельных конструктивных элементов; V — строительная характеристика объекта оценки — объем, площадь, протяженность и т. д.; I_{69-84} — индекс изменения стоимости СМР с цен 1969 г. в цены 1984 г., ($1,24 = 1,16 \times 1,07$, где 1,16 — индекс для авторемонтных предприятий, 1,07 — территориальный коэффициент для Республики Карелия); I_{84-00} — индекс изменения цен на СМР с 1984 по 2000 г., зависит от конструктивной системы здания: так, для зданий группы КС-1 (ограждающие конструкции из кирпича, несущие из железобетона) коэффициент равен 17,107; $K_{\text{ПП}}$ — коэффициент, учитывающий прибыль предпринимателя, вознаграждение предпринимателя-застройщика, которое он намеривается получить за свою деятельность (в нашем случае прибыль предпринимателя определена методом опроса и равна 15%, $\Rightarrow K_{\text{ПП}} = 1,15$).

Пример расчета восстановительной стоимости для здания контрольно-пропускного пункта (КПП):

$$C_{\text{вос}} = 26,2 \times 129 \times 1,24 \times 17,107 \times 1,15 = 82\,500 \text{ руб.}$$

По аналогичной схеме произведен расчет и по остальным объектам. Результаты расчета восстановительной стоимости имущества сведены в табл. 10.25.

Таким образом, общая восстановительная стоимость улучшений предприятия по состоянию на дату оценки составляет: 37 464 000 руб.

Совокупный износ имущества определялся по формуле:

$$I_{\text{сов}} = 1 - (1 - I_{\text{физ}}) \times (1 - I_{\text{функ}}) \times (1 - I_{\text{внеш}});$$

где $I_{\text{физ}}$ — физический износ; $I_{\text{функ}}$ — функциональный износ; $I_{\text{внеш}}$ — внешний износ.

Таблица 10.25. Результаты расчетов совокупного износа, восстановительной и остаточной стоимостей

Объект оценки	Восстановительная стоимость, руб.	И _{физ} , %	И _{фун} , %	И _{вн} , %	И _{сов} , %	Остаточная стоимость, руб.
Ангар	1482000	35	10	10	47	785000
Склад материальный	697000	46	15	10	59	286000
Здание обменного пункта	575000	42	8	10	52	276000
Тракторный цех с пристройкой	9160000	58	15	10	68	2931000
Здание гаража	3120000	44	13	10	56	1373000
Здание мастерских	3920000	42	16	10	56	1725000
Административное здание	864000	38	20	10	55	389000
Здание КПП	107000	42	10	10	53	50000
Здание автоцеха с пристройкой	7005000	54	15	10	65	2452000
Здание СТОА	5420000	30	15	10	47	2873000
Цех-мойка	940000	40	20	10	57	404000
Заводоуправление	1560000	42	20	10	58	655000
Сети	870000	72	–	10	75	217000
Сооружения	984000	65	–	10	69	305000
Итого здания, сооружения, сети:	37464000	–	–	–	–	14721000
Оборудование	1560000	70	20	–	76	530000
ИТОГО:	39024000	–	–	–	–	15251000

Физический износ имущества определялся с экспертным методом, суть которого заключается в определении процента износа отдельных конструктивных элементов объекта оценки по формуле:

$$I_{\text{физ}} = \sum Y_i \times \text{ПИ}_i / 100,$$

где Y_i – удельный вес конструктивного элемента в общей стоимости, %; ПИ_i – процент износа i -го конструктивного элемента.

Пример расчета износа здания КПП приведен в табл. 10.26.

Таким образом, физический износ здания КПП составляет 32%.

По аналогичной схеме произведен расчет и по остальным объектам. Результаты расчета восстановительной стоимости имущества сведены в табл. 10.25.

Результаты расчета функционального износа отдельно по каждому элементу комплекса, в зависимости от того вида функционального износа, который ему присущ, также сведены в табл. 10.25.

Внешний износ определялся по формуле:

$$I_{\text{внеш}} = \text{потери в арендной плате} \times \text{валовой рентный мультипликатор.}$$

В нашем случае внешний износ рассчитывается в целом, для всех улучшений предприятия. Так как предприятие находится в удалении от основных транспортных сообщений, ставки платежей за сдаваемые в аренду помещения ниже, чем на

Таблица 10.26. Расчет износа здания

Конструктивный элемент	Удельный вес констр. элементов по таблице		Износ конструктивных элементов, %	Удельный износ конструктивных элементов, %
Фундаменты	4		30	1,2
Стены Перегородки	20	15 5	30	6
Перекрытия	12		30	3,6
Крыша: конструкции кровля	15	11	30	3,3
		4	50	2
Полы	9		20	1,8
Проемы: окна двери	11	5	40	2
		6		2,4
Отделочные работы	6		50	3
Внутренние сан./тех., эл./тех. работы.	18		30	5,4
Прочие работы	5		20	1
ИТОГО:	100		–	31,7

аналогичные объекты, расположенные вблизи автодорог. В среднем эта величина составляет 10%, поэтому в расчетах принято $I_{\text{внеш}} = 10\%$

Пример расчета совокупного износа для здания КПП:

$$I_{\text{сов}} = 1 - (1 - 0,32) \times (1 - 0,15) \times (1 - 0,1) = 48\%.$$

По аналогичной схеме произведен расчет и по остальным объектам, результаты расчета восстановительной стоимости имущества сведены в табл. 10.25.

Остаточная стоимость имущества рассчитывается по формуле:

$$C_{\text{ост}} = C_{\text{вос}} (1 - I_{\text{сов}}/100);$$

для здания КПП составит (округленно до тысяч рублей):

$$C_{\text{ост.}} = 82\,500 \times 0,52 = 43\,000 \text{ руб.}$$

Расчет остаточной стоимости улучшений сведен в табл. 10.25 и общая остаточная стоимость по состоянию на дату оценки составляет 142 721 000 руб.

Итоговая стоимость имущества, определенная затратным подходом, определяется по формуле:

$$C_{\text{затр.}} = C_{\text{ост.}} + C_{\text{з.у.}} = 14\,721\,000 + 631\,000 = 15\,352\,000 \text{ руб.}$$

Таким образом, стоимость имущества предприятия, рассчитанная затратным подходом, по состоянию на 10 октября 2000 г. без учета НДС составляет 15 352 000 руб.

2. Расчет стоимости недвижимости сравнительным подходом.

Произведенный анализ полученной информации и основанные на этом корректировки и расчеты позволили прийти к следующему заключению:

- рыночная стоимость 1 м² общей площади аналогичных производственных объектов площадью до 2000 м², по состоянию на дату оценки, округленно составляет 420 руб. без учета НДС;

- рыночная стоимость по производственным объектам площадью более 2000 м² составляет 380 руб. без учета НДС;
- рыночная стоимость 1 м² общей площади административных зданий составляет 1000 руб. без учета НДС.

Пример расчета стоимости 1 м² здания СТОА приведен ниже в табл. 10.27, по аналогичной схеме производился расчет и по остальным объектам оценки. Итоговые результаты расчета приведены в табл. 10.28.

Таблица 10.27. Расчет стоимости 1 м² здания СТОА по объектам

Элементы сравнения	Объект оценки	Объект № 1	Объект № 2	Объект № 3	Объект № 4
Цена продажи без НДС, руб.		770000	860000	800000	900000
Площадь, м ²	2582	2226,6	2327,7	2000	2468
Цена за 1 м ²		346	370	400	365
Обременение договором аренды	Нет	Есть	Нет	Нет	Нет
Корректировка на права	0	7	0	0	0
Процент наличной оплаты	100	100	100	100	100
Корректировка на условия финансирования	0	0	0	0	0
Скорректированная цена	–	353	370	400	365
Дата продажи (месяцев назад)	–	3	2	0	2
Корректировка на дату	0	4,1	2,7	0	2,7
Скорректированная цена		367	380	400	375
Итоговая корректировка		367	380	400	375
Среднеарифметическое значение		380			
Мода		380			
Медиана		384			
Итоговая величина 1 м ² оцениваемого здания, руб.		380			

Таблица 10.28. Результаты расчета стоимости объекта сравнительным подходом

Объект оценки	Общая площадь, м ²	Стоимость, руб./1 м ²	Стоимость объекта оценки, руб.
Ангар	1030	420	433000
Склад материальный	938	420	394000
Здание обменного пункта	240	500	120000
Тракторный цех с пристройкой	3984	380	1514000
Здание гаража	1134	420	476000
Здание мастерских	1350	420	567000
Административное здание	480	1000	480000
Здание КПП	48	500	24000
Здание автоцеха с пристройкой	4284	380	1628000
Здание СТОА	2582	380	982000
Цех-мойка	360	500	180000
Заводоуправление	756	1000	756000
Итого здания	–	–	7554000
Оборудование	–	–	900000
ИТОГО			8454000

Для расчета здания СТОА были подобраны аналоги, имеющие похожее состояние, конструкции, месторасположение, что позволило не учитывать поправки, рассчитываемые методом парных продаж.

Таким образом, стоимость здания СТОА, определенная сравнительным подходом, по состоянию на дату оценки составляет:

$$C_{\text{срав}} = 2582 \times 380 = 981\,160 \text{ руб.}$$

Стоимость улучшений, определенная сравнительным подходом, — 7 554 000 (семь миллионов пятьсот пятьдесят четыре тысячи) руб.

Итоговая стоимость имущества, определенная сравнительным подходом определяется по формуле:

$$C_{\text{срав}} = C_{\text{сп}} + C_{\text{з.у}} = 7\,554\,000 + 631\,000 = 8\,185\,000 \text{ руб.}$$

Таким образом, стоимость недвижимости предприятия, рассчитанная сравнительным подходом, по состоянию на 10 октября 2000 г. без учета НДС составляет 8 185 000 руб.

3. Расчет стоимости недвижимости доходным подходом.

В данном случае для оцениваемого имущества рассматривался вариант получения дохода от сдачи зданий в аренду как складские, производственные и административные площади.

Так как в нашем случае расчет будет вестись от сдачи имущества в аренду, т. е. доходы и расходы достаточно стабильны и предсказуемы, при расчете стоимости имущества доходным методом будет использоваться метод прямой капитализации.

В связи с тем что оценщик не располагает информацией о цене аренды и о расходах на содержание данных зданий, в расчетах использовалась информация, предоставленная ООО «Петрозаводская риелторская компания», а также данные о фактических доходах и издержках по содержанию аналогичных объектов, предоставленные собственниками и арендаторами коммерческой недвижимости.

На основании имеющихся данных, произведенных исследований и расчетов были определены следующие арендные ставки, характерные для объектов оценки:

- производственные здания — 15 руб./м²;
- складские здания — 10 руб./м²;
- административные здания — 50 руб./м².

Оцениваются предполагаемые потери от неполной загрузки объекта недвижимости и потери при сборе платежей. Уменьшение ПВД на величину потерь дает величину действительного валового дохода (ДВД), который рассчитывается по формуле:

$$\text{ДВД} = \text{ПВД} - \text{потери.}$$

Так как в нашем случае подразумевается 100%-ная загрузка площадей, потери от неполной загрузки помещений равны нулю, но так как возможна несвоевременная оплата арендных платежей, величина потерь при сборе платежей принята оценщиком в размере 5% от ПВД.

Определяется прогнозируемый чистый операционный доход ЧОД.

Рассчитываются предполагаемые издержки от эксплуатации оцениваемой недвижимости, которые называются операционными расходами. Величина данных

издержек в нашем случае составляет в среднем 30% от ПВД. ЧОД можно рассчитать по формуле:

$$\text{ЧОД} = \text{ДВД} - \text{ОР}.$$

Рассчитывается коэффициент капитализации $K_{\text{кап}}$.

Коэффициент капитализации был рассчитан методом кумулятивного построения. Расчетная величина коэффициента капитализации для производственных зданий составила 28%, для складских и административных — 25%.

Определяется стоимость имущества путем капитализации чистого операционного дохода в первый год эксплуатации с применением соответствующего коэффициента капитализации. Это может быть представлено в виде формулы:

$$C_{\text{дох}} = \text{ЧОД} / K_{\text{кап}}.$$

Расчеты сведены в табл. 10.29.

Таблица 10.29. Расчет стоимости недвижимости доходным подходом

Этапы оценки	Здание ангара	Здание СТОА
Определение ПВД, руб.:	$1030 \times 10 \times 12 = 123600$	$2582 \times 15 \times 12 = 464760$
S	1030	2582
C_a	10	15
Потери (5%), руб.	6180	23238
Определение ДВД, руб.	117420	441522
Операционные расходы (30% от ПВД)	37080	139428
Определение ЧОД, руб.	80340	302000
Коэффициент капитализации	0,25	0,28
Стоимость объектов оценки, руб.	321360	1078571

По аналогичной схеме произведен расчет стоимости доходным подходом и по остальным объектам оценки (табл. 10.30).

Итоговая стоимость имущества, определенная сравнительным подходом, вычисляется по формуле:

$$C_{\text{дох}} = C_{\text{дох,ул}} + C_{\text{з,у}} = 7\,165\,000 + 631\,000 = 7\,796\,000 \text{ руб.}$$

Таким образом, итоговая стоимость недвижимости предприятия, рассчитанная доходным подходом, по состоянию на 10 октября 2000 г. без учета НДС составляет: 7 796 000 руб.

4. Итоговое заключение о рыночной стоимости недвижимости.

Стоимость, недвижимости предприятия определенная затратным подходом, без учета НДС, составляет 15 352 000 руб.

Стоимость недвижимого имущества предприятия, определенная сравнительным подходом, составляет 8 185 000 руб.

Стоимость недвижимого имущества предприятия, оцененная доходным подходом, составляет 7 796 000 руб.

Согласование результатов

Анализ применения каждого подходов для оценки предприятия позволяет сделать следующие выводы:

Таблица 10.30. Итоговая таблица с результатами расчетов стоимости производственных помещений доходным подходом

Объект оценки	S, м ²	Ca, руб./м ² в год	ДВД, руб.	Потери (5%)	ОР (30%)	ЧОД	K _{кап}	Стоимость объекта оценки, руб.
Ангар	1030	120	–	–	–	–	–	321000
Склад материальный	938	120	112560	5628	33768	73164	0,25	293000
Здание обменного пункта	240	180	43200	2160	12960	28080	0,28	100000
Тракторный цех с пристройкой	3984	120	478080	23904	142424	310752	0,28	1110000
Здание гаража	1134	180	204120	10206	61236	132678	0,28	474000
Здание мастерских	1350	180	243000	12150	72900	157950	0,28	564000
Административное здание	480	600	288000	14400	86400	187200	0,28	670000
Здание КПП	48	600	28800	1440	8640	18700	0,28	67000
Здание автоцеха с пристройкой	4284	120	514080	25704	154224	359856	0,28	1285000
Здание СТОА	2582	180	–	–	–	–	–	1078000
Цех-мойка	360	180	64800	3240	19440	42120	0,28	150000
Заводоуправление	756	600	453600	22680	136080	294840	0,28	1053000
ИТОГО								7165000

- затратный подход не является основным в определении рыночной стоимости имущества, и его весовой коэффициент, влияющий на итоговую величину, принят в размере 0,2;
- результаты, полученные сравнительным и доходным подходами, являются более предпочтительными, так как расчеты основываются на рыночной информации, полученной непосредственно от владельцев недвижимости, либо от риелторских компаний.

По мнению оценщика, данные подходы в одинаковой степени влияют на итоговый результат, и их весовые коэффициенты – 0,4 (каждый).

Каждый из этих подходов приводит к получению различных ценовых характеристик, которые при дальнейшем сопоставлении позволяют установить окончательную рыночную стоимость недвижимости предприятия.

Окончательная стоимость рассчитывается как сумма произведений результатов оценки объекта по каждому подходу на соответствующие весовые коэффициенты, таким образом, итоговая величина рыночной недвижимости предприятия по состоянию на 10 октября 2000 г. без учета НДС составит:

$$C_{\text{итог}} = 15\,352\,000 \times 0,2 + 8\,185\,000 \times 0,4 + 7\,796\,000 \times 0,4 = 9\,462\,800 \text{ руб.}$$

Таким образом, на основании имеющейся информации и данных, полученных в результате проведения анализа и расчетов, оценщик пришел к выводу, что рыночная стоимость недвижимого имущества предприятия по состоянию на 10 октября 2000 г. без учета НДС округленно до тысяч рублей составляет 9 463 000 руб.

5. Определение рыночной стоимости оборудования.

При определении рыночной стоимости оборудования, автотранспорта, машин и механизмов предприятия использовались затратный и сравнительный подходы. К такому выводу оценщик пришел на основании следующих выводов.

Доходный подход в оценке не применялся, так как доходы дает конкретная производственная деятельность, а не единицы средства труда. Определить же стоимость движимого имущества путем выделения из общего дохода предприятия не представляется возможным, так как на рассматриваемую дату оценки предприятие убыточное.

При **затратном подходе** стоимость оборудования определяется как сумма прямых и косвенных затрат на воссоздание точной копии оцениваемого объекта в текущих ценах. С этой позиции в стоимость оборудования включались следующие затраты:

- стоимость приобретения (создания) оборудования с учетом таможенных тарифов и косвенных (акцизы, НДС и т. п.) налогов;
- транспортно-заготовительные расходы;
- все виды прямых затрат, связанных с установкой оборудования, его наладкой, включением в действующую производственно-технологическую систему и запуском в промышленную эксплуатацию;
- удельные косвенные издержки на выполнение связанных с приобретением, установкой и запуском оборудования в эксплуатацию инженерно-конструкторских и технологических работ.

С учетом перечисленных издержек рассчитывается восстановительная стоимость, или стоимость замещения нового оборудования. Далее, восстановительная стоимость корректируется на накопленный совокупный износ и определяется остаточная стоимость оцениваемого объекта по затратному подходу.

Стоит заметить, что затраты на воссоздание объекта не всегда определяют его рыночную стоимость и, как правило, стоимость, полученная затратным подходом не совпадает с рыночной. Однако применение данного подхода при оценке устаревшего или уникального оборудования является оправданным и зачастую единственно возможным.

Сравнительный подход. Основывается на принципе эффективно функционирующего рынка, на котором инвесторы покупают и продают аналогичное оборудование, принимая при этом независимые и рациональные решения. Использование этого подхода возможно только при наличии хорошо функционирующего рынка и информации о цене предложений или сделках купли-продажи на сегменте рынка, к которому относится оцениваемое оборудование. Основной используемый принцип — сопоставление, которое проводится:

- с точным аналогом, продающимся на вторичном рынке;
- с приблизительным аналогом, продающимся на вторичном рынке, с внесением корректирующих поправок при отсутствии точного аналога.

Данным подходом определялась рыночная стоимость движимого имущества имеющего аналоги на вторичном рынке. Это автотранспорт, некоторые станки, офисная техника и т. д. (табл. 10.31).

Итоговая рыночная стоимость движимого имущества предприятия, определенная затратным и сравнительным подходами по состоянию на 10 октября 2000 г. без учета НДС составляет 1 160 000 руб.

Таблица 10.31. Сводная ведомость основных средств

Вид основных средств	Балансовая стоимость, тыс. руб.	Остаточная стоимость, тыс. руб.	Рыночная стоимость, тыс. руб.
Здания, сооружения, сети	31667	19833	9463
Машины, транспорт, оборудование	5600	400	1160
ИТОГО	37267	20233	10623

6. Определение рыночной стоимости нематериальных активов, запасов, задолженностей.

6.1. Нематериальные активы.

На дату оценки предприятие имело лицензию на осуществление грузоперевозок, что и отражено в бухгалтерском балансе. Для определения стоимости НМА использовался затратный подход, а именно стоимость затрат на приобретение аналогичной лицензии, что на дату оценки составляло 8000 руб. без учета НДС.

6.2. Незавершенное строительство.

Объектом незавершенного строительства, числящимся на балансе, являются строящиеся сети водопровода. Затраты, осуществляемые на строительство, отражают рыночную стоимость строительства, поэтому корректировка данной статьи баланса не производится.

6.3. Запасы.

Запасы (сырье, материалы, затраты в незавершенном производстве и т. п.), корректировка данных статей баланса не производилась, так как метод учета их на предприятии отражает их рыночную стоимость.

6.4. Денежные средства, дебиторская и кредиторская задолженность.

Корректировка по данным статьям не производилась, так как кредиторская задолженность — это платежи в бюджет, а они обязательны. Дебиторская задолженность у предприятия только краткосрочная (менее 12 месяцев), крупных должников нет — суммы долга небольшие, вероятность возвращения долга ~ 100%.

Результаты расчета сведены в табл. 10.32.

Таким образом, на основании имеющейся информации и данных, полученных в результате проведения анализа и расчетов, оценщик пришел к выводу, что рыночная стоимость предприятия, определенная имущественным подходом, по состоянию на 10 октября 2000 г. без учета НДС составляет 9 432 000 руб.

Данная величина представляет собой рыночную стоимость собственного капитала предприятия, то, что может остаться у предприятия после погашения всех задолженностей.

На данном этапе расчетов провести детальный анализ и прогнозировать конкретные цифры достаточно сложно, но можно сделать следующие предварительные выводы.

Рыночная стоимость основных фондов предприятия меньше в 2,15 раза по сравнению с их остаточной стоимостью, вследствие чего уменьшится величина

Таблица 10.32. Сводная таблица определения рыночной стоимости предприятия

№ п/п	Наименование показателя	Код ст. баланса	На конец 9 мес. 2000 г., тыс. руб.	Рыночная стоимость показателя, тыс. руб.
	Активы			
1	Нематериальные активы	110	7	8
2	Основные средства	120	20233	10623
3	Незавершенное строительство	130	216	—
4	Запасы	210	1561	1561
5	Дебиторская задолженность	240	2535	2535
6	Денежные средства	260	31	31
	ИТОГО активы		24583	14758
	Пассивы			
7	Займы (долгосрочные)	510	15	15
8	Займы (краткосрочные)	610	10	10
9	Кредиторская задолженность	620	5301	5301
	ИТОГО пассивы		5326	5326
	Стоимость активов предприятия составит $СК = А - ОБ$			9432

налога на имущество, амортизационные отчисления — приблизительно в 2 раза и, в свою очередь, снизится себестоимость оказываемых услуг, тем самым будут решены основные задачи. Но чтобы это произошло, необходимо передать имущество по его рыночной стоимости своим дочерним фирмам.

Дальнейшее развитие предприятия зависит от политики, выбранной и разработанной менеджерами и экономистами предприятия, от вариантов создания и этапов развития дочерних фирм.

Один из возможных вариантов разукрупнения (реорганизации) предприятия, по мнению оценщика, может происходить следующим образом.

На базе существующих «бизнес-линий» ОАО «Х» решено создать три дочерние фирмы, при этом в качестве вклада в уставный капитал использовать только недвижимое имущество, так как его рыночная стоимость меньше остаточной приблизительно в 2 раза. Рыночная стоимость сетей и оборудования больше, чем его остаточная стоимость, поэтому его лучше сдавать в аренду дочерним фирмам, а получаемый доход направлять на погашение задолженностей существующих у ОАО «Х» и текущих платежей. С другой стороны, сети и оборудование в руках головной фирмы — это один из рычагов влияния на дочерние фирмы.

Таким образом, в предлагаемом к рассмотрению варианте на недвижимом имуществе автобазы можно создать ООО «Грузоперевозка», на недвижимости тракторного и автотранспортного цехов — ООО «Ремонт», на недвижимости станции технического обслуживания ремонта автомобилей — ООО «СТОА».

Дочерние общества будут заинтересованы в своевременном перечислении части доходов и арендных платежей головной фирме, так как в случае несостоятельности ОАО «Х» возникнут следующие негативные моменты: 1) продажа арендуемого дочерними фирмами оборудования конкурсным управляющим; 2) продажа доли в уставном капитале (может сменится учредитель); 3) как следствие — нарушится сам процесс взаимосвязи хозяйственных отношений между фирмами.

Для передачи имущества дочерним фирмам необходимо произвести корректировку рыночной стоимости предприятия, чтобы определить пообъектную рыночную стоимость каждого передаваемого объекта. Это можно сделать несколькими способами:

- пропорционально доходу, приносимому «бизнес-линиями» при существующем использовании. То есть в настоящее время доход, приносимый автобазой, составляет 35% от суммы всех доходов предприятия, тракторного и автомобильного цеха — 42%, СТОА — 23%. Однако такой подход, по мнению оценщика, не очень корректен, так как после изменения некоторых факторов (стоимости услуг, удорожания бензина и т. д.) данное пропорциональное соотношение в общей доходности может измениться в любую сторону;
- наиболее приемлемый вариант — передача недвижимого имущества в уставной капитал пропорционально вкладу объекта в итоговую рыночную стоимость.

Так, к примеру, стоимость здания цеха-мойки в итоговой рыночной стоимости недвижимости составляет:

$$404\,000 \times 0,2 + 180\,000 \times 0,4 + 150\,000 \times 0,4 = 213\,000 \text{ руб., или } 2,25\%.$$

Тогда в стоимости, определенной методом чистых активов, его стоимость составит:

$$9\,432\,000 \times 0,0225 = 236\,000 \text{ руб.}$$

По аналогичной схеме определяется стоимость всего передаваемого имущества.

10.4. Оценка бизнеса при слияниях и поглощениях

Слияния и поглощения как явление появились впервые в зарубежной практике, где получили название «mergers and acquisitions» (M&A).

Существуют определенные различия в толковании понятий «слияние и поглощение» в зарубежной теории и российском законодательстве.

В соответствии с общепринятыми за рубежом подходами под *слиянием* подразумевается любое объединение хозяйствующих субъектов, в результате которого образуется единая экономическая единица из двух или более ранее существовавших структур. Согласно МСО¹, *слияние* — это «приобретение, при котором все активы и обязательства поглощаются компанией-покупателем».

В соответствии же с российским законодательством под **слиянием понимается реорганизация юридических лиц, при которой «права и обязанности каждого из них переходят ко вновь возникшему юридическому лицу в соответствии с передаточным актом»**. Таким образом, отличие понятия «слияние» в трактовке российского законодательства состоит в следующем: необходимым условием оформления сделки слияния компаний в РФ является появление нового юридического лица, при этом новая компания образуется на основе двух или более фирм, утрачивающих полностью свое самостоятельное существование. Новая компания

¹ Здесь и далее МСО — международные стандарты оценки.

берет под свой контроль и управление активы и обязательства компаний — своих составных частей, после чего последние ликвидируются.

В зарубежной практике под слиянием может пониматься объединение нескольких фирм, в результате которого одна из них выживает, а остальные утрачивают свою самостоятельность и прекращают существование, тогда как в российском законодательстве этот случай подпадает под термин *присоединение*, подразумевающий, что происходит прекращение деятельности одного или нескольких юридических лиц с передачей всех прав и обязанностей обществу, к которому они присоединяются.

В отечественной правовой литературе термин «поглощение» не выделяется. За рубежом понятия «слияние» и «поглощение» не имеют такого четкого разграничения, как в российском законодательстве:

- *merger* — приобретение или поглощение компании; соединение компаний;
- *acquisition* (или *take-over*) — поглощение (компания); приобретение одной компанией контрольного пакета акций или значительной части активов другой компании.

Зарубежный термин *statutory merger* соответствуют по значению понятию «слияние» в трактовке российского законодательства (слияние, в результате которого возникает новое юридическое лицо).

Поглощение компании можно определить как взятие одной компанией другой под свой контроль, управление ею с приобретением абсолютного или частичного права собственности на нее.

Основная разница между слиянием и поглощением в зарубежной практике состоит в том, что поглощение — это общий термин, используемый для описания передачи, тогда как слияние — это процедура, которая может последовать, а может и не последовать за поглощением. В зарубежной практике чаще встречается поглощение, при котором не происходит последующего слияния. Например, компания «Альфа» приобретает значительное количество акций компании «Бета», вполне достаточное, чтобы произвести слияние; однако «Альфа» решает, что «Бета» должна остаться отдельной дочерней компанией для «Альфы». Таким образом, за поглощением слияния не последовало.

Компанию, менеджмент которой стремится получить контроль над другой компанией, на практике часто называют *поглотителем* или *компанией-покупателем*, а также *корпоративным рейдером* («*acquirer*» или «*corporate raider*»¹). Поглощаемую компанию называют *целевой компанией* либо *компанией-целью*, либо *компанией-мишенью* («*acquiring company*», «*target company*»).

Место оценки в процессе слияний и поглощений компаний

Как правило, оценку стоимости компаний-участниц процесса слияния или поглощения называют не более как одним из этапов сделки M&A, преуменьшая тем самым возможности ее использования в интересах той или иной стороны. На

¹ Разница в терминах «*corporate raider*» и «*acquirer*» состоит в том, что корпоративным рейдером, как правило, называют компанию-покупателя, осуществляющего враждебное поглощение компании-цели; термин «*acquirer*» используют в случае дружественных поглощений.

деле оценка может выступать не только удобным механизмом регулирования объема финансирования сделки, но и действенным инструментом захвата, оружием «greenmail» и пр. М&А-сделку сопровождают несколько оценочных этапов, служащих разным целям. Рассмотрим этапы М&А-процесса (табл. 10.33).

Таблица 10.33. Этапы М&А-процесса

	Этап
I	Разработка обоснования и стратегии осуществления приобретений, а также выявление ресурсов, требуемых этой стратегией
II	Выбор объекта приобретения
III	Проведение сделки
IV	Интеграция

Не все фирмы, осуществляющие приобретения, имеют стратегию для его выполнения, и не все фирмы, имеющие стратегию приобретения, придерживаются ее. Тем не менее последовательная стратегия приобретения позволяет избежать многих ошибок. Как правило, стратегия приобретения обосновывается одним из следующих мотивов:

- *Приобретение недооцененных фирм.* Данная стратегия является крайне актуальной для России в настоящее время, так как из-за неразвитости фондового рынка очень многие компании (даже те, акции которых котируются на бирже) являются недооцененными.
- *Диверсификация с целью снижения риска.* Как известно из теории финансового менеджмента, диверсификация снижает зависимость инвестора от рисков фирмы. Менеджеры приобретающих фирм полагают, что через покупки фирм в других отраслях они могут уменьшить колебания прибыли и риска и увеличить потенциальную доходность.

Хотя диверсификация и приносит выгоды, остается открытым вопрос о том, кем она осуществляется более эффективно: инвесторами, достигающими диверсификации через обращающиеся акции, или фирмами, диверсифицирующимися путем приобретения других фирм. Если сравнивать транзакционные издержки, связанные с диверсификацией инвестора, с издержками и премиями, выплачиваемыми фирмами в связи с реализацией той же самой цели, то **инвесторы большинства публично торгуемых фирм могут диверсифицировать гораздо дешевле, чем это могут делать фирмы.**

- Создание операционной или финансовой синергии¹. Одна из причин, объясняющих большие премии, выплачиваемые в большинстве приобретений, — это синергетический эффект, или синергия.
Синергия — это потенциальная дополнительная стоимость, появляющаяся в результате объединения фирм. Именно эффекты синергии наиболее широко используются для обоснования слияний и поглощений, причем как правильно, так и неправильно.
- *Приобретение плохо управляемых фирм* с последующей заменой менеджмента. Некоторые фирмы управляются неоптимальным образом, и другие лица

¹ Понятие синергии и подробная классификация будут даны далее.

зачастую полагают, что они могут управлять ими лучше, чем существующие менеджеры. Приобретение плохо управляемых фирм с последующей заменой менеджмента и изменением практики управления должно сделать эти фирмы более ценными. За возможность смены менеджмента и проведение реорганизаций поглощающая компания платит «премию за контроль» (который в литературе также называют корпоративным контролем). Именно корпоративный контроль наиболее часто упоминается в качестве причины враждебных поглощений.

- Угождение личным интересам менеджеров. В большинстве приобретений именно менеджеры покупающей фирмы, а не ее акционеры, решают, осуществлять ли приобретение и сколько платить за него. В подобных обстоятельствах для некоторых приобретений мотив может заключаться не в максимизации богатства акционеров, а в личных интересах менеджеров.

Данная теория носит название *теории агентских издержек (agency problems)*. Она была сформулирована в 1986 г. профессором Гарвардского университета Майклом Дженсеном. В рамках теории источники конфликтных ситуаций между корпоративными менеджерами и акционерами — это выплаты денежных средств акционерам, которые уменьшают объем подконтрольной менеджменту ресурсной базы корпорации. Согласно теории, менеджеры уже не действуют в интересах акционеров, собственные интересы — основной их мотив. Рост корпорации в результате слияния/поглощения и, как следствие, концентрация ресурсов увеличивают власть менеджмента. Вместе с этим растут и компенсационные выплаты менеджменту, которые увеличиваются пропорционально росту объема продаж корпорации. Также создаются новые руководящие посты.

Очевидно, что некоторые приобретения, особенно в тех случаях, когда на одну фирму претендуют сразу несколько покупателей, для участвующих в этом менеджеров являются своеобразным «тестом на мужественность». В данном случае основным мотивом слияния или поглощения является удовлетворение самолюбия менеджеров компании-покупателя. Результатом деятельности таких менеджеров может стать «разбухание» фирмы за счет конгломератных слияний.

В теории по теме слияний и поглощений выделяют так называемую *теорию гордыни*. В соответствии с данной теорией менеджмент компании-покупателя считает, что он способен лучше выявить потенциал компании-цели, чем фондовый рынок, за счет синергий, которых не видят другие участники рынка. В результате компания-покупатель платит за слияние цену, превышающую рыночную стоимость компании-цели (дополнительно премию за приобретение). Если при этом ожидаемого синергетического эффекта не возникает или он меньше ожидаемого, то акционерам компании-покупателя наносится реальный ущерб.

I. Выбор объекта приобретения

После того как выработана стратегия и выявлен основной мотив приобретения, необходимо отобрать и оценить кандидатов на слияние или поглощение.

Данная подготовительная фаза, как правило, включает несколько этапов:

- *Анализ отрасли*. Компания выбирает отрасль для поглощения, проектирует динамику ее роста и структуру, определяет и прогнозирует воздействие на нее макроэкономических факторов, изучает возможности колебаний спроса и пр.

- *Самооценка.* Выбрав отрасль, компания-покупатель анализирует собственное положение, определяя свои навыки, за счет которых можно создать стоимость в поглощенной компании, оценивает возможности для создания синергетических эффектов. По результатам самооценки формируются критерии для отбора кандидатов на поглощение.
- *Оценка кандидатов на слияние или поглощение.* Сопоставление собственных ожиданий от слияния и параметров кандидатов, таких как операционные характеристики, структура собственности, финансовые показатели и пр., — позволяет определить наиболее привлекательные из них. **В успешных поглощениях, как правило, приобретается не лидер отрасли и не самая отстающая, а вторая или третья по показателям эффективности компания.** Объясняется это тем, что за лучшую компанию приходится очень дорого платить, а слишком отстающую, пусть и недорогую, компанию редко удается превратить в высокоэффективное предприятие.
- *Определение возможностей для создания синергий.* Успех сделки во многом зависит от способности реально оценить возможности создания стоимости в результате интеграции сбытовых, производственных, исследовательских и других мощностей, усиления рыночных позиций, уменьшения штата и пр. Опыт консалтинговой фирмы *McKinsey* показывает, что **компании часто переоценивают возможности создания синергетических эффектов и в результате сделки не создают дополнительной стоимости.** Сопоставление собственных навыков и собранной информации о кандидатах позволяет определить конкретные источники синергии, вероятность и стоимость их достижения.
- *Определение возможностей для создания стоимости за счет реструктуризации компании.* Потенциально прибыльными компаниями часто плохо управляют, и за счет их реструктуризации — создания новых стратегических и операционных возможностей, финансовой оптимизации, продажи или приобретения новых активов — можно создать значительную стоимость. Определяя возможности для реструктуризации, покупатель часто сравнивает поглощаемую компанию с лидерами отрасли.
- Финансовая оценка кандидата. *На этом этапе формируется оценка стоимости компании-цели с применением внутренних (денежных потоков и пр.) и внешних показателей (прецеденты аналогичных сделок и пр.).*

В наиболее общем случае оценочные работы в процессе слияний и поглощений можно разделить на предварительные и сопровождающие. В первом случае цель оценки состоит в определении *инвестиционной стоимости* объекта, во втором случае — *справедливой рыночной*.

По степени сложности, безусловно, доминирует оценка инвестиционной стоимости бизнеса, так как на данном этапе необходимо спрогнозировать синергетический эффект от сделки, а также риски. От того, насколько качественно будет проведен предварительный оценочный этап, зависит как осуществление сделки, так и ее последствия. **По оценкам специалистов, основная причина неудачных сделок по слиянию и поглощению кроется именно в некачественно или неквалифицированно осуществленной предварительной оценке.**

Оценка с определением инвестиционной стоимости делается для того, чтобы понять, что принесет осуществление сделки компании-покупателю (т. е. выгодна ли сделка компании-покупателю). Оценка рыночной стоимости компании-цели делается для того, чтобы определить приблизительную цену продажи объекта (цену, на которую будут согласны существующие акционеры).

II. Проведение сделки

Существует много вариантов проведения сделки. Выбор того или иного зависит от множества факторов: насколько дружественны стороны, кто выступает инициатором сделки (продавец или покупатель), какие компании объединяются (частные или публичные), сколько сторон участвует в переговорном процессе (аукцион или двусторонние переговоры).

Основные стадии двустороннего переговорного процесса:

- *первоначальный контакт*. На этом этапе проводится первое знакомство компаний и менеджмента, происходит обмен обзорными материалами, обсуждается принципиальная заинтересованность сторон и заключается соглашение о конфиденциальности;
- *первоначальный due diligence*¹. На втором этапе стороны раскрывают контрагенту детальную, в основном конфиденциальную, информацию, как правило, впрочем, не всю, а лишь ту, разглашение которой не нанесет существенного урона компании-цели. Например, сведения об объеме продаж обычно передаются не по отдельным клиентам и контрактам, а в целом. **На основании этих данных строится финансовая модель и проводится первоначальная оценка стоимости поглощаемой компании.** На данном этапе вопросы цены и структуры сделки еще пока не обсуждаются;
- *подписание меморандума о намерениях*. На этом этапе подписывается меморандум (или соглашение) о намерениях (*intent agreement*), который, однако, не обязывает стороны впоследствии заключать сделку, но налагает определенные обязательства в отношении конфиденциальности, принятия расходов по проведению процедуры «*due diligence*» и прочих издержек. Кроме того, рекомендуется оговорить в меморандуме возможность параллельного ведения переговоров с третьими лицами, т. е. определить, каким является контракт — эксклюзивным или нет. При подготовке меморандума стороны также должны определить условия, которые дают им право выхода из переговорного процесса, и, возможно, установить размер неустойки в случае неправомерного выхода. После объявления о подписании меморандума о намерениях ни одна из сторон уже не может выйти из переговорного процесса без веских на то оснований.

¹ *Due diligence* представляет собой всесторонний тщательный анализ кандидата на поглощение на основе внутренней информации. Основное предназначение процедуры *due diligence* — оценить выгоды и обязательства предполагаемого поглощения путем анализа всех относящихся к делу аспектов прошлого, настоящего и прогнозируемого будущего приобретаемого бизнеса; такие аспекты включают, например, юридическую и финансовую проверку деятельности компании.

Меморандум фиксирует определенные договоренности сторон: тщательно проработанный меморандум может неоднократно использоваться сторонами в процессе переговоров для обозначения изначальных позиций и отражения попыток другой стороны вернуть утраченное. Соглашение удерживает стороны от пересмотра согласованных условий.

Меморандум о намерениях — это составляемый до разработки контракта о поглощении/слиянии документ, в котором изложены договоренности сторон относительно проведения переговоров по контракту. В меморандуме закрепляются основные условия сделки — ее структура, цена, условия расчетов, выполнение процедуры *due diligence* и пр.

Именно на этом этапе иницируется подготовка к интеграционному процессу, переговоры с антимонопольными органами и пр.

- *Окончательный due diligence.* Действия на этом этапе зависят от результатов первоначального *due diligence* и принципиально отличаются только степенью раскрытия информации. **На основе выверенной информации уточняется стоимость поглощаемой компании**, и договоренности, содержащиеся в меморандуме о намерениях, могут несколько измениться.
- *Заключение сделки.* Кроме переговоров для определения окончательной цены и структуры сделки и формального юридического оформления всех необходимых документов на этом этапе начинается предварительное планирование интеграции.
- *Закрытие сделки.* В ожидании одобрения регулирующих органов на этом этапе руководство активно взаимодействует с менеджерами компании, инвесторами, аналитиками и прессой. Это — первый шаг к интеграции.

III. Интеграция

Интеграция компаний по праву считается одной из сложнейших управленческих задач, в этом процессе есть масса тонкостей и сложностей. Важность правильности проведения интеграции характеризует следующий факт: по оценке компании *McKinsey*, в 70% случаев потенциально выигрышные сделки губит низкое качество подготовки и проведения интеграции.

Некоторые специалисты считают, что **есть необходимость проводить не только перспективную (априорную) оценку стоимости слияний и поглощений, но и ретроспективную (апостериорную)**. О перспективной оценке речь уже шла ранее: ее сущность заключается в соотношении сумм затрат на сделку с оценкой выгоды от приобретения или слияния (оценка инвестиционной стоимости бизнеса). Кроме оценки инвестиционной стоимости проводится оценка компании-цели для определения справедливой рыночной цены за компанию (оценка справедливой рыночной стоимости). **Перспективная (априорная) оценка используется для обоснования принятия решений об осуществлении сделки и производится до совершения сделки M&A.**

Ретроспективная оценка позволяет судить об эффективности слияний и поглощений на основании рассмотрения динамики показателей деятельности компаний за определенный промежуток времени после осуществления сделки. **Основная задача ретроспективной (апостериорной) оценки — определение соответствия проведенного слияния критерию максимизации стоимости.**

Для проведения ретроспективной оценки слияний и поглощений используют три основных подхода:

- *Бухгалтерский подход.* Данный подход основан на сопоставлении результатов деятельности компаний до и после слияния на основе данных бухгалтерской отчетности. Оценка эффективности в этом случае осуществляется на основании сравнения ряда производственных и финансовых показателей, к которым относятся: доля на рынке, операционные показатели (объем производства, уровень себестоимости и пр.), финансовые показатели (прибыль, рентабельность собственного капитала, рентабельность активов и пр.). Преимущество данного метода — его относительная простота и доступность; недостаток — изменения в показателях деятельности компании до и после сделки, рассчитанных на основе данных бухгалтерской отчетности, могут быть следствием не только слияния, но и других событий.
- *Рыночный подход.* Многие исследователи, в том числе и российские, считают, что **реакция фондового рынка на объявление о реструктуризации или М&А является одним из наиболее объективных опережающих индикаторов эффективности предстоящей сделки.** Они утверждают, что рыночная реакция является отражением среднестатистических ожиданий дисконтированного потока доходов от сделки достаточно большим числом независимых рыночных аналитиков.

Рыночный подход основывается на изучении реакции фондового рынка на слияние, а точнее, на анализе изменения доходности акций компании-цели и компании-покупателя в результате участия в процессах М&А по сравнению со средней доходностью ценных бумаг данных компаний. Таким образом, анализируется совокупный эффект, возникающий в результате М&А: в качестве базы при этом используется средневзвешенная сумма прироста доходов участников М&А.

В рамках рыночного подхода используется так называемая методика CAR (Cumulative Abnormal Returns — кумулятивная аномальная доходность). Данная методика предполагает, что в момент объявления о слиянии или поглощении акции компаний-участниц сделки приносят своим владельцам доходность, «аномальную» по отношению к рынку в целом, вызванную этим событием. Ориентиром для измерения доходности служит некоторый рыночный индекс.

Кумулятивная аномальная доходность компаний-участниц определяется следующим образом:

$$CAR = \sum_i (CR_i - IR_i),$$

где CR_i — дневная доходность компании в день i , которая определяется по формуле $CR_i = 100\% \times (CP_i - CP_{i-1}) / CP_{i-1}$, где CP_i — цена акций компании в день i , CP_{i-1} — цена акций компании в день $i-1$; IR_i — дневная доходность ориентирного индекса (РТС) в день i , которая определяется по формуле $IR_i = 100\% \times (I_i - I_{i-1}) / I_{i-1}$, где I_i — значение рыночного индекса (РТС) в день i , I_{i-1} — значение рыночного индекса (РТС) в день $i-1$.

Величину CAR выражают в процентах.

К недостаткам данного подхода можно отнести:

- в случае если изменение рыночной доходности компаний изучается в течение краткосрочного периода (например, незадолго до даты объявления о слиянии), то в качестве исходной базы для анализа используются не реальные изменения в деятельности компании, а рыночные ожидания по поводу еще несостоявшихся событий;
- изучение рыночной динамики курсов акций в период после слияния связано с проблемами, заключающимися в том, что изменения в динамике курсов акций, трактуемые в исследовании как реакция рынка на текущую деятельность компаний, на самом деле могут быть не связаны со слиянием.

Таким образом, методологически правильным было бы «очищать» динамику курсовой стоимости от событий, не связанных со слиянием.

- *Комбинированный подход.* Данный подход объединяет первые два подхода и включает в себя следующие этапы:
 - 1) анализ данных бухгалтерской отчетности и результатов деятельности компании;
 - 2) анализ динамики рыночных курсов акций компании;
 - 3) изучение корреляций между изменением показателей, рассчитанных на основе бухгалтерской отчетности, и изменением курсовой стоимости акций компании.

Виды стоимостей, используемых в оценке стоимости бизнеса в сделках слияния и поглощения

Стоимость — это денежный эквивалент ценности объекта. Стоимость отличается от цены и затрат. Очень точное определение, способствующее пониманию различий понятий «стоимость» и «цена», дал знаменитый американский инвестор Уоррен Баффет: «Цена — это то, что вы платите. Стоимость — это то, что вы получаете от сделки».

При оценке компаний для целей слияний и поглощений используют, как правило, следующие виды стоимостей:

- Справедливая рыночная стоимость (*fair market value*). Покупатели бизнеса, как правило, начинают расчет стоимости покупаемого бизнеса именно с подсчета справедливой рыночной стоимости компании-цели как отдельного бизнеса, т. е. стоимости того, чем в настоящий момент обладают продавцы.

Согласно МСО, *рыночная стоимость (market value)* — «предполагаемая денежная сумма, за которую состоялась бы продажа актива на дату оценки заинтересованным продавцом заинтересованному покупателю в результате коммерческой сделки после проведения надлежащего маркетинга, при которой каждая из сторон обладала бы всей необходимой информацией, действовала бы расчетливо и без принуждения. Рыночная стоимость понимается как стоимость актива, определенная без учета затрат, связанных с продажей или покупкой, и без компенсации расходов по уплате любых сопутствующих налогов».

Справедливая рыночная стоимость, согласно МСО, есть «идеализированная рыночная стоимость, определяемая как цена, по которой данный актив может быть

продан при условии, что и продавец и покупатель располагают всей информацией, необходимой для ее установления, и действуют добровольно и рационально».

Под покупателем в рамках определения справедливой рыночной стоимости рассматривается финансовый, а не стратегический инвестор. Предполагается, что покупатель благоразумен, но действует без учета получения выгоды от синергетического эффекта (рассматривается так называемая *stand alone value of the business*, т. е. стоимость компании-цели как отдельно существующего бизнеса); покупатель вносит только капитал, таким образом из рассмотрения исключается покупатель, который благодаря другой своей экономической деятельности привносит в компанию некоторую добавленную стоимость. Также исключается из рассмотрения покупатель, уже являющийся акционером, кредитором, зависимым или контролирующим юридическим лицом, способным желать приобрести долю в бизнесе по искусственно заниженной цене из соображений, не свойственных мотивации независимого финансового покупателя.

- **Инвестиционная стоимость (*investment value*).** Согласно МСО, *инвестиционная стоимость есть «стоимость имущества для конкретного инвестора или группы инвесторов при определенных целях инвестирования. Это субъективное понятие соотносит конкретный объект имущества с конкретным инвестором или группой инвесторов, имеющих определенные цели и/или критерии в отношении инвестирования».*

Данная стоимость учитывает синергические эффекты от покупки бизнеса. Инвестиционная стоимость — это стоимость компании для определенного стратегического покупателя, учитывающая качественные характеристики и синергии покупателя. Именно поэтому данный вид стоимости также иногда называют *стратегической стоимостью (strategic value)*.

Инвестиционная стоимость компании-цели различна для каждого отдельно взятого потенциального покупателя вследствие отличия синергических эффектов, которые каждый из них может создать через поглощение. Грамотные покупатели и продавцы определяют эти стратегические преимущества заранее и ведут переговоры, располагая этими знаниями.

Особенности ценообразования бизнеса при сделках по слиянию и поглощению

Успешность сделок по слиянию и поглощению напрямую зависит от цены, на которой сошлись продавец и покупатель. В свою очередь цена, точнее сказать, ее диапазон, определяется в процессе оценки.

Справедливая рыночная стоимость представляет собой минимальную цену, которую принял бы финансово заинтересованный продавец, т. е. это есть минимальная стоимость бизнеса. Продавцу невыгодно продавать свой бизнес по более низкой цене.

Предполагаемые покупатели, рассчитавшие справедливую рыночную стоимость компании, должны понимать, что это базовая цена, на которой должна строиться их позиция в переговорах с продавцом. На практике существуют сделки, проходящие по стоимости ниже справедливой рыночной стоимости бизнеса; это происходит по многим причинам, в частности многие продавцы просто не знают, какова в действительности справедливая рыночная стоимость их бизнеса; они не-

компетентны в вопросах оценки бизнеса, а услугами профессиональных оценщиков при продаже бизнеса не пользовались. Другая причина может состоять в том, что существовали некоторые условия, сделавшие эту сделку нерыночной: например, сжатые сроки продажи, административное давление и пр.

Инвестиционная стоимость бизнеса, определенная на этапе оценки слияния или поглощения, представляет собой «потолок» цены, которую покупатель может уплатить за приобретение. Если покупатель платит за приобретение цену, равную инвестиционной стоимости бизнеса, то отсутствует добавочная стоимость, на которую могут претендовать акционеры покупающей фирмы, а акционеры целевой фирмы получают полноценные премии за синергию и контроль. Подобное разделение стоимости несправедливо, если покупающая сторона играет важную роль в создании премий за синергию и контроль. Следовательно, покупающая сторона должна попытаться сохранить для своих акционеров максимальную премию.

Инвестиционная стоимость бизнеса может быть значительно выше справедливой рыночной стоимости за счет эффекта синергий (см. диаграмму на рис. 10.1).

В сделках слияния и поглощения разница между ценой приобретения и справедливой рыночной ценой называется *премией за контроль (control premium)*. Однако данный термин несколько вводит в заблуждение: хотя покупатель в результате поглощения действительно приобретает контроль над компанией-целью, смысл уплаченной премии состоит в достижении синергического эффекта, создаваемого за счет слияния. Таким образом, многие специалисты считают, что более точно будет назвать ее *премией за приобретение (acquisition premium)*, так как ее главной движущей силой являются синергии, а не контроль, представляющий собой лишь полномочия, необходимые для активизации синергии.

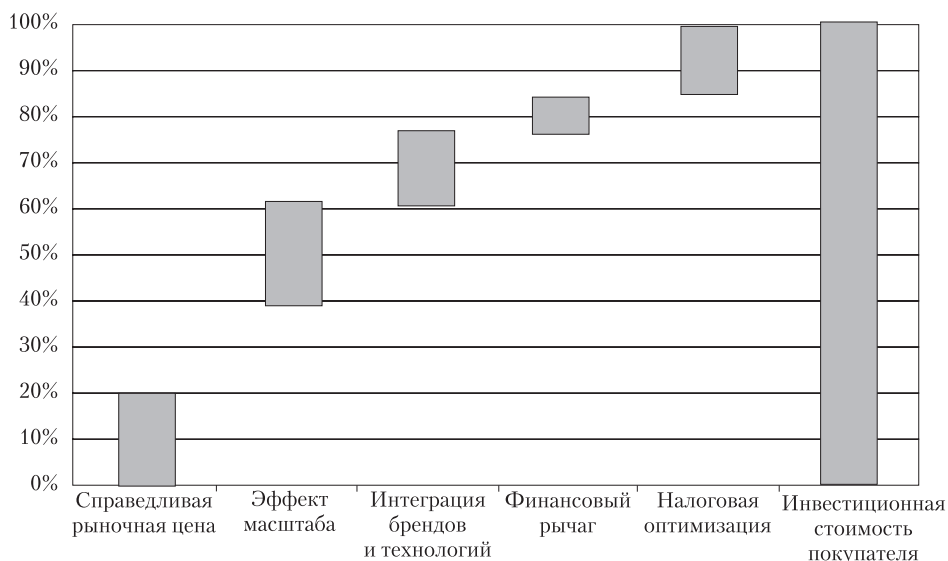


Рис. 10.1. Соотношение инвестиционной и справедливой рыночной стоимости

Очевидно, что *премия за приобретение не должна превышать синергический эффект от приобретения, выраженный в денежной форме, иначе приобретение не будет выгодным для покупателя.*

Цена приобретения в конечном итоге во многом зависит от умений менеджеров, вовлеченных в процесс переговоров. В 1963–1984 гг. было проведено исследование (Бредли, Десаи и Ким), в ходе которого использовались данные о 236 тендерных предложениях. Результаты исследования показали, что, когда в поглощение вовлечено много покупателей, выгоды от синергии в основном достаются целевым фирмам.

Цена приобретения бизнеса в контексте слияний и поглощений — это цена, уплачиваемая приобретающей фирмой за каждую акцию целевой фирмы. Она основана на переговорах между менеджерами приобретающей и покупаемой фирм.

Как правило, цена приобретения компании выше ее балансовой стоимости (хотя в России существуют прецеденты продажи предприятий по цене ниже балансовой стоимости). При этом, как в международной практике, так и согласно российским стандартам ведения бухгалтерского учета, *разница между «покупной ценой организации (как приобретенного имущественного комплекса в целом) и стоимостью по бухгалтерскому балансу всех ее активов и обязательств» учитывается как деловая репутация предприятия.* Деловая репутация может быть как положительной, так и отрицательной. В любом случае она учитывается в бухгалтерии как отдельный инвентарный объект. Отрицательная деловая репутация относится на доходы будущих периодов.

Ценообразование в сделках слияния и поглощения рассмотрим на примере реальной сделки по покупке сахарного завода (рис. 10.2). В данной сделке убыточный бизнес был продан с прибылью за счет его высокой потенциальной инвестиционной стоимости для покупателя. При приобретении завода компания-

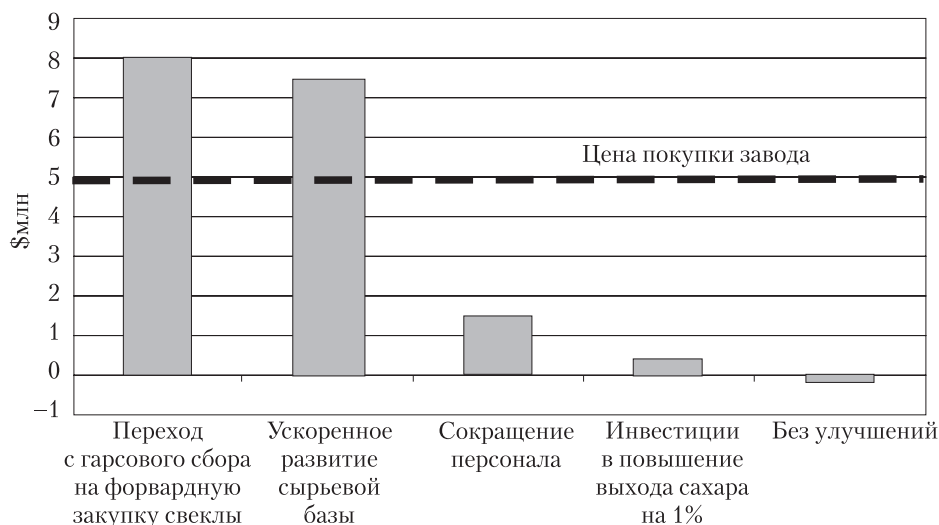


Рис. 10.2. Цена сделки при покупке сахарного завода

покупатель собиралась повысить эффективность бизнеса путем сокращения части персонала, ускоренного развития сырьевой базы, инвестиций в технологии (в повышение выхода сахара) и пр. Цена сделки была выше справедливой рыночной стоимости данного бизнеса (которая была отрицательна), однако покупатель все равно остался в выигрыше, так как отдал продавцу только часть своих синергий.

Этапы оценки стоимости бизнеса для целей слияния и поглощения

Основным отличием оценки в случае М&А является наличие премии за контроль и эффекта синергии, которые значительно усложняют процесс оценки. При наличии взаимосвязи между контролем и синергией наиболее методологически верный способ оценить целевую фирму сводится к этапам, начинающимся с «оценки статус-кво» фирмы (*stand alone value of the company*) и завершающимися оценкой контроля и синергии.

Таким образом, последовательность оценки сводится к следующему.

I. Оценка статус-кво (*stand alone value*)

Оценка целевой фирмы начинается с оценки ценности фирмы с существующим инвестированием, финансированием и дивидендной политикой, т. е. оценивается справедливая рыночная стоимость бизнеса.

II. Определение ценности корпоративного контроля

На этом этапе изучаются детерминанты, определяющие ценность корпоративного контроля, и предпринимается попытка оценить его в контексте приобретения.

Ценность контроля над фирмой у существующего менеджмента обратно пропорциональна восприятию его квалификации. Обычно ценность контроля для плохо управляемых фирм, функционирующих на уровне, который ниже оптимальной мощности, будет выше, чем для хорошо управляемых фирм.

Ценность контроля фирмы возникает из изменений в существующей политике управления, способных поднять ценность фирмы. В целях максимизации стоимости могут быть приобретены или ликвидированы активы, изменено сочетание источников финансирования и пересмотрена дивидендная политика, а также реструктурирована фирма. *Для того чтобы оценить контроль, нужно определить конкретные изменения, которые фирма-покупатель будет осуществлять в целевой фирме.* Ценность контроля может быть выражена следующим образом:

$$\text{Ценность контроля} = \text{стоимость оптимально управляемой фирмы} - \\ - \text{стоимость фирмы с существующим управлением.}$$

Обычно переход контроля от менеджмента одной фирмы к менеджменту другой означает изменение:

- *инвестиционной политики.* Как правило, изменение инвестиционной политики подразумевает создание более высоких доходов на проектах, извлечение капитала из непроизводительных проектов и пр.;
- *финансовой политики.* Изменение финансовой политики, как правило, направлено на достижение оптимальной структуры капитала;
- *дивидендной политики.* Как правило, изменение дивидендной политики подразумевает: изменение дивидендов до среднеотраслевых значений как опти-

мальных, проведение полноценного корпоративного финансового анализа для расчета оптимального коэффициента долга и пр.

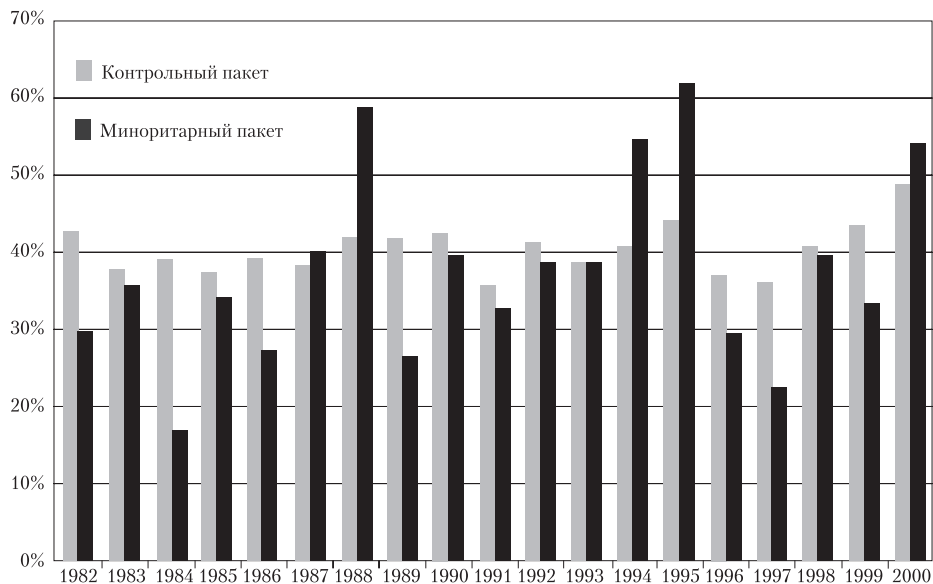


Рис. 10.3. Средняя величина уплаченной премии при покупке бизнеса: сравнение контрольного и миноритарного пакетов, 1982–2000 гг.

Исследование, проведенное «Mergerstat Review», выявило премии, выплачиваемые за контрольный и миноритарный пакеты акций при совершении сделок M&A (рис. 10.3).

Одним из факторов, влияющих на премию, является состояние фондового рынка в момент совершения сделки. При спаде на фондовом рынке акции компании-цели (в случае, если она является публичной и ее акции торгуются на бирже) оказываются недооцененными и в таком случае владельцы компании, зная ее реальную стоимость, стремятся компенсировать это за счет более высокой премии за контроль. В случае с подъемом на фондовом рынке покупатели стараются снизить премию, так как акции компании-цели и так уже переоценены рынком.

Таким образом, существует обратно пропорциональная зависимость между премией и рыночными индексами (например, РТС): в периоды спада рынка — премии увеличиваются, в периоды подъема — уменьшаются.

Оценка синергий

Для того чтобы правильно оценить компанию по доходному подходу, нужно корректно построить прогноз деятельности компании на горизонт прогноза. Перед прогнозированием необходимо проанализировать финансовую отчетность компании и скорректировать бухгалтерские данные:

- во-первых, стоимость многих (например, нефтяных) российских компаний может быть сильно искажена, если не принять во внимание используемую ими систему внутрихолдингового трансферта;
- во-вторых, нужно устранить влияние нерегулярных факторов (данный процесс называется *нормализацией*);
- в-третьих, нужно принять во внимание возможность оптимизации существующей системы бизнеса, например за счет распродажи непрофильных активов (ценность контроля).

После внесения всех корректировок в отчетность можно переходить непосредственно к прогнозированию деятельности компании путем определения синергетических эффектов (как финансовых, так и операционных).

Компании различаются по характеру своих операций, обслуживаемым рынкам и имеющимся в распоряжении активам. Кроме того, современное предприятие, как правило, объединяет в себе большое количество активов совершенно разной природы — от недвижимого имущества и оборудования до объектов интеллектуальной собственности. По этим причинам совокупность знаний в области оценки бизнеса выработала три основных подхода, с помощью которых могут оцениваться компании, — доходный, имущественный и рыночный. Эти подходы не используются изолированно, а взаимно дополняют друг друга. При этом каждый подход основан на определенных характеристиках предприятия, влияющих на величину его стоимости. В рамках каждого подхода существует несколько методов.

Теория оценки требует, чтобы оценщик пытался использовать каждый из этих трех подходов в каждом случае оценки, но это не всегда возможно. Например, компания может не иметь положительного дохода для дисконтирования, что не позволит применить доходный подход. Использование рыночного подхода может оказаться невозможным из-за отсутствия аналогичных компаний для сравнения. То есть каждый подход имеет ограничения, которые могут сужать возможности для его применения или снижать эффективность в каждом конкретном случае оценки.

Доходный подход является ключевым при оценке компаний при сделках по слиянию и поглощению: покупатель вкладывает в сделку капитал сейчас, чтобы получить в будущем чистые денежные потоки, которые не являются гарантированными, т. е. для них характерны риски. Доходный подход позволяет измерить эти ключевые детерминанты стоимости.

Доходный подход позволяет продавцам и покупателям рассчитывать справедливую рыночную стоимость компании, а также ее инвестиционную стоимость для одного или нескольких стратегических покупателей, используя модель собственного или инвестированного капитала для контрольной или неконтрольной доли собственности с учетом соответствующего уровня ликвидности.

Доходный подход в отличие от рыночного принимает во внимание будущее конкретного бизнеса. Оценки для слияний и поглощений могут включать применение вероятностного анализа или метода реальных опционов. Каждый из этих видов анализа можно встроить в структуру прогноза, используемого в доходном подходе.

Чтобы применение доходного подхода было уместно, стоимость компании должна сильно зависеть от дохода или денежного потока. Обычно это применимо для бизнеса с рентабельной основной деятельностью и не подходит для компаний с низкими доходами.

Хотя в доходном подходе принято использование многолетнего прогноза, тем не менее может применяться и прогноз, составленный только на 1 год. Эта разница в охвате временного периода — 1 год или несколько лет — создает различие между двумя главными методами в рамках общей методологии доходного подхода.

Метод капитализации

Наиболее простой метод доходного подхода включает капитализацию прибыли компании за 1 год и по этой причине называется *методом капитализации результатов одного периода* (*single-period capitalization method, SPCM*).

Данный метод используется оценщиками в том случае, если выбранная прибыль не изменится в будущем. Аналитики при использовании метода капитализации не должны автоматически брать в расчет прибыль за последний год или ее среднее значение, полученное за несколько последних лет, если эти значения не являются достоверным отображением будущих результатов деятельности фирмы.

В данном методе также учитываются темпы роста прибыли в будущем.

Метод капитализации прост и удобен, поэтому его часто используют как способ определения первоначального результата стоимости.

Метод дисконтирования

Полное название данного метода — *метод дисконтирования результатов нескольких периодов* (*multiple-period discounting method, MPDM*). Как правило, для оценки в целях М&А используется именно метод дисконтирования денежных потоков. **Данный метод используется в том случае, когда ожидаются существенные колебания прибыли оцениваемой компании.**

Традиционно метод дисконтирования денежных потоков состоит из следующих этапов.

I. Составление прогноза денежных потоков на горизонт прогноза

Для начала оценщик выбирает горизонт прогноза. В практике оценки принято выделять *прогнозный* и *постпрогнозный* периоды. В прогнозном периоде денежные потоки рассчитываются детально для каждого года (т. е. имеется достаточно данных для того, чтобы сделать достаточно точный прогноз на определенный период), а в постпрогнозном — упрощенно полагаются одинаковыми. Длительность прогнозного периода обычно принимается равной 10 годам для стабильных условий и 3–5 годам для нестабильных.

На данном этапе анализируются и прогнозируются валовые доходы, расходы и инвестиции, а также составляется прогноз прибыли.

II. Определение терминальной стоимости — стоимости компании в постпрогнозный период

Определение стоимости в постпрогнозный период основано на предпосылке о том, что бизнес способен приносить доход и по окончании прогнозного периода. Таким образом, стоимость компании складывается из стоимости в фиксированном горизонте планирования и стоимости на всем последующем оставшемся периоде функционирования — *терминальной*, или *остаточной*, *стоимости* (также ее называют *конечной стоимостью*).

Терминальная стоимость (*terminal value*) представляет собой предполагаемую стоимость компании после окончания прогнозного периода. Терминальная стоимость заменяет все денежные потоки в постпрогножном периоде одной суммой, приведенной к концу прогнозного периода.

Существует несколько методов определения стоимости компании в постпрогнозный период:

- *Метод расчета по ликвидационной стоимости.* Данный метод применяется в том случае, если в постпрогнозный период ожидается банкротство предприятия с последующей продажей всех имеющихся активов. При расчете ликвидационной стоимости необходимо принять во внимание расходы, связанные с ликвидацией, и скидку на срочность (при срочной ликвидации). Для оценки действующего предприятия, приносящего прибыль, а тем более растущего, этот подход неприменим.
- *Метода расчета по стоимости чистых активов.* Данный метод аналогичен расчету ликвидационной стоимости, но не учитывает затраты на ликвидацию и скидку за срочную ликвидацию. Данный метод может быть использован для стабильного бизнеса, главной характеристикой которого является наличие значительных материальных активов.
- *Метод предполагаемой продажи.* Данный метод основан на сборе информации о сделках продажи компаний-аналогов с последующим приведением показателей к моменту оценки. Поскольку практика продажи компаний на российском рынке крайне скудна или отсутствует, применение данного метода к определению терминальной стоимости бизнеса весьма проблематично.
- *Модель Гордона.* По данной модели годовой доход постпрогнозного периода капитализируется при помощи коэффициента капитализации, рассчитанного как разница между ставкой дисконта и долгосрочными темпами роста. Предполагается, что в постпрогножном периоде доходы бизнеса стабилизируются и в остаточный период будут иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечные равномерные доходы.

Расчет терминальной стоимости в соответствии с моделью Гордона производится по формуле:

$$TV = \frac{NCF_{(n+1)}}{(i - g)},$$

где TV (*terminal value*) — терминальная стоимость; NCF (*net cash flows*) — чистые денежные потоки; i (*interest rate*) — ставка дисконтирования; n — горизонт планирования; g (*growth rate*) — долгосрочные темпы роста.

Терминальная стоимость по формуле Гордона определяется на конец прогнозного периода (таким образом, для определения стоимости компании необходимо будет ее еще продисконтировать к моменту оценки).

III. Выбор ставки дисконтирования

С экономической точки зрения ставка дисконтирования — это норма доходности на вложенный капитал, требуемая инвестором. Иначе говоря, при помощи ставки

дисконтирования можно определить сумму, которую инвестору придется заплатить сегодня за право получить предполагаемый доход в будущем.

Ставка дисконта должна рассчитываться с учетом трех факторов:

- наличие у разных предприятий различных источников привлекаемого капитала, которые требуют разных уровней компенсации;
- необходимость учета для инвесторов стоимости денег во времени;
- фактор риска (риск в данном случае — это вероятность неполучения ожидаемых в будущем доходов).

Расчет ставки дисконтирования зависит от того, какой тип денежного потока используется для оценки в качестве базы. Для денежного потока собственного капитала применяется ставка дисконта, равная требуемой собственником ставке отдачи на вложенный капитал; для денежного потока всего инвестированного капитала применяется ставка дисконта, равная сумме взвешенных ставок отдачи на собственный капитал и заемные средства.

Для расчета ставки дисконтирования применяется несколько методов.

1. Ставка дисконтирования как средневзвешенная стоимость капитала

Это наиболее объективный метод определения ставки дисконтирования, часто используемый большинством консалтинговых фирм. В данном методе ставка дисконтирования определяется как средневзвешенная стоимость капитала (*weighted average cost of capital* — WACC), которая учитывает стоимость собственного (акционерного) капитала и стоимость заемных средств. Единственный недостаток данного метода состоит в том, что на практике им могут воспользоваться не все предприятия.

Согласно данной методике:

$$i = WACC = K_e \times \frac{E}{D+E} + K_D \times (1 - T_c) \times \frac{D}{D+E},$$

где i — ставка дисконтирования; K_e — цена собственного капитала; K_D — цена заемного капитала; E — сумма собственного (акционерного) капитала; D — сумма заемного капитала; T_c — налог на прибыль; $(1 - T_c)$ — «налоговый щит».

В данном случае для расчета WACC используются рыночные оценки показателей E и D . Величина акционерного капитала E рассчитывается как произведение общего количества обыкновенных акций компании и цены одной акции. Величина D на практике часто определяется по бухгалтерской отчетности как сумма займов компании. Если эти данные получить невозможно, то используется доступная информация о соотношении собственного и заемного капитала аналогичных компаний.

В качестве K_D рассматриваются проценты по банковским кредитам или купонная ставка по корпоративным облигациям компании. При этом стоимость заемного капитала корректируется с учетом ставки налога на прибыль. Смысл корректировки заключается в том, что проценты по обслуживанию кредитов и займов относятся на себестоимость продукции, уменьшая тем самым налоговую базу по налогу на прибыль. Таким образом, цена заемных средств рассчитывается следующим образом:

$$K_D = \text{ставка по кредиту или купонной облигации} \times (1 - T_c).$$

2. Для определения цены собственного капитала K_e применяются несколько моделей:

- Модель оценки долгосрочных активов (*Capital Assets Pricing Model, CAPM*)

Цена собственного капитала (K_e) рассчитывается по формуле:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f),$$

где R_f — безрисковая ставка дохода; β — коэффициент бета, определяющий изменение цены на акции компании по сравнению с изменением цен на акции по всем компаниям данного сегмента рынка; $(R_m - R_f)$ — премия за рыночный риск; R_m — среднерыночные ставки доходности на фондовом рынке.

В качестве безрисковых активов (т. е. активов, вложения в которые характеризуются нулевым риском) рассматриваются обычно государственные ценные бумаги. В США, например, безрисковыми активами считаются казначейские векселя. В России в качестве таких активов можно рассматривать российские еврооблигации со сроком погашения 18 или 28 лет. Информацию о доходности этих ценных бумаг можно найти во многих финансово-экономических изданиях, например в газетах «Ведомости», «The Moscow Times», «Коммерсантъ» и пр. Так, на середину февраля 2003 г. ставка доходности по этим бумагам составляла 8,5% годовых. Однако для целей оценки нужно брать ставку доходности не на конкретную дату, а за определенный период (например, за год).

Коэффициент β отражает чувствительность показателей доходности ценных бумаг конкретной компании к изменению рыночного (систематического) риска. Если $\beta = 1$, то колебания цен на акции этой компании полностью совпадают с колебаниями рынка в целом. Если $\beta = 1,2$, то можно ожидать, что в случае общего подъема на рынке стоимость акций этой компании будет расти на 20% быстрее, чем рынок в целом. И наоборот — в случае общего падения стоимость ее акций будет снижаться на 20% быстрее рынка в целом.

В странах с развитым фондовым рынком коэффициенты β рассчитываются специализированными информационно-аналитическими агентствами, инвестиционными и консалтинговыми компаниями и публикуются в финансовых справочниках и периодических изданиях, анализирующих фондовые рынки.

В России информацию о значениях β -коэффициентов компаний, чьи акции наиболее ликвидны, можно найти в информационных выпусках рейтингового агентства «АК&М», а также на его сайте в разделе «Рейтинги». Кроме того, коэффициенты β рассчитываются аналитическими службами инвестиционных компаний и крупными консалтинговыми фирмами, например *Deloitte & Touche*.

Премия за рыночный риск $(R_m - R_f)$ — это величина, на которую среднерыночные ставки доходности на фондовом рынке превышали ставку дохода по безрисковым ценным бумагам в течение длительного времени. Она рассчитывается на основе статистических данных о рыночных премиях за продолжительный период.

Как уже было отмечено, описанный выше подход для расчета цены собственного капитала могут использовать не все предприятия: во-первых, этот подход неприменим по отношению к компаниям, которые не являются открытыми акционерными обществами, следовательно, их акциями не торгуют на фондовых рынках; во-вторых, этот метод не смогут применить и фирмы, у которых нет достаточной статистики для расчета своего β -коэффициента, а также не имеющие

возможности найти предприятие-аналог, чей β -коэффициент они могли бы использовать в собственных расчетах.

Таким компаниям следует использовать иные методы расчета цены собственного капитала.

- *Метод расчета цены собственного капитала по прибыли на акцию*

В данном методе цена собственного капитала рассчитывается по формуле:

$$K_e = \frac{Div}{Price} + \frac{\Delta Price}{Price},$$

где Div — выплаченные дивиденды; $Price$ — цена акции в начале года; $\Delta Price$ — изменение цены акции за год.

Учитывая неразвитость российского фондового рынка, а также тот факт, что многие российские компании по-прежнему не выплачивают дивиденды своим акционерам, можно сделать вывод, что данный метод также не универсален в российской действительности.

- *Метод расчета цены собственного капитала по отдаче на собственный капитал*

Согласно данному методу, цена собственных средств оценивается как отдача на собственный капитал:

$$K_e = NI/E,$$

где NI (*net income*) — чистая прибыль; E — собственный капитал.

В отличие от всех предыдущих методов данный метод применим практически для любого предприятия.

3. Ставка дисконтирования по методу кумулятивного построения.

Одним из наиболее распространенных на практике способов определения ставки дисконтирования является кумулятивный метод построения ставки дисконта. В основе этого метода лежат предположения о том, что:

- если бы инвестиции были безрисковыми, то инвесторы требовали бы безрисковой доходности на свой капитал (т. е. норму доходности, соответствующую норме доходности вложений в безрисковые активы);
- чем выше инвестор оценивает риск проекта, тем более высокие требования он предъявляет к его доходности.

Исходя из этих предположений при расчете ставки дисконтирования необходимо учесть так называемую премию за риск. Соответственно формула расчета ставки дисконтирования будет выглядеть следующим образом:

$$i = R_f + R_1 + \dots + R_n,$$

где i — ставка дисконтирования; R_f — безрисковая ставка; $R_1 + \dots + R_n$ — рискованные премии по различным факторам риска.

Наличие того или иного фактора риска и значение каждой рискованной премии на практике определяются экспертным путем.

К недостаткам данного метода можно отнести его субъективность (зависимость от экспертных оценок рисков). Кроме того, он значительно менее точен, чем метод расчета ставки дисконтирования на основе *WACC*.

4. Определение ставки дисконтирования экспертным путем.

Самый простой путь определения ставки дисконтирования, который используется на практике, — это установление ее экспертным путем или исходя из уровня требуемой отдачи по альтернативным инвестициям.

Однако нужно учитывать, что экспертный метод будет давать наименее точные результаты и может привести к искажению результатов оценки. Поэтому мы рекомендуем при определении ставки дисконтирования экспертным путем или кумулятивным методом обязательно проводить анализ чувствительности стоимости компании к изменению ставки дисконтирования, тогда инвестор сможет более точно оценивать риски сделки и его эффективность.

IV. Расчет текущей стоимости денежных потоков с учетом остаточной стоимости бизнеса

На данном этапе терминальная стоимость и чистые денежные потоки компании-цели дисконтируются, вычисляется стоимость компании по доходному подходу:

$$CV = \sum_{n=1}^N \frac{NCF_n}{(1+i)^n} + \frac{TV}{(1+i)^N},$$

где CV — стоимость компании; TV — терминальная стоимость; NCF — чистые денежные потоки; i — ставка дисконтирования; n — горизонт планирования, год.

Рыночный подход

Рыночный подход основан на *принципе замещения (principle of substitution)*. Таким образом, в случае применения рыночного подхода стоимость определяется на основе цен, которые были уплачены за схожие объекты на соответствующем рынке.

Для применения этого подхода должны соблюдаться два условия:

- 1) наличие сформировавшегося рынка, на котором оценщик может найти информацию о сделке с похожей компанией;
- 2) достоверность информации об условиях состоявшейся сделки.

Поскольку не существует абсолютно одинаковых предприятий, оценщик обязан выявить различия между объектом оценки и его аналогом и внести в оценку бизнеса соответствующие корректировки. В России практически отсутствует рынок продаж компаний; кроме того, реальные условия сделки часто известны лишь продавцу и покупателю, поэтому сравнительный подход в целом считается наиболее сложным, но в то же время наименее точным.

Недостаток рыночного подхода состоит в том, что он основан исключительно на ретроспективных данных. Основное достоинство подхода состоит в том, что он учитывает спрос и предложение на данный вид бизнеса, т. е. ситуацию на рынке.

Чтобы определить, какие компании считаются схожими (*similar*), а рынки — соответствующими (*relevant*), необходимо экспертное суждение. Кроме того, экспертное суждение необходимо также для того, чтобы идентифицировать, какой уровень стоимости — миноритарный или контрольный — отражают выведенные рыночные мультипликаторы; а также для того, чтобы определить наиболее подходящий мультипликатор для компании-цели. Наконец, только оценщик в каждом

конкретном случае определяет, какое значение показателей использовать — среднеарифметическое или медианное.

В рамках рыночного подхода используются несколько методов — метод сделок, метод рынка капитала и метод отраслевых коэффициентов.

Этапы оценки по рыночному подходу

Нужно отметить, что схемы применения метода рынка капитала и метода сделок M&A практически совпадают; различие заключается только в типе исходной ценовой информации: в первом случае — цена одной акции без учета эффекта контроля, во втором случае — цена контрольного пакета, включающая премию за контроль.

Процесс оценки предприятия методами рынка капитала и сделок M&A включает следующие этапы.

1. Сбор рыночной информации.
2. Составление списка компаний-аналогов.
3. Финансовый анализ компаний.
4. Расчет мультипликаторов по компаниям-аналогам.
5. Выбор мультипликатора.
6. Определение итоговой величины стоимости бизнеса.
7. Внесение итоговых корректировок.

Характеристика ценовых мультипликаторов

Суть сравнительного подхода при определении стоимости предприятия заключается в следующем: выбирается предприятие-аналог, затем рассчитывается соотношение между ценой продажи и каким-либо финансовым показателем по предприятию-аналогу. Это соотношение называется *мультипликатором*. Умножив величину мультипликатора на тот же базовый финансовый показатель оцениваемой компании, получают стоимость компании-цели. Так работают методы рыночного подхода.

В финансовой литературе можно найти описание множества рыночных мультипликаторов, однако лишь некоторые из них получили широкое применение при определении стоимости для M&A.

Принципы отбора компаний-аналогов

В каждом методе рыночного подхода основной задачей является выявление компаний-аналогов. Для выявления компаний-аналогов используется множество различных критериев, однако, наиболее общепризнанными являются следующие.

- *Размер компании.* Как правило, о размере судят по объему продаж.
- *Продукты или услуги.* Когда аналоги имеют несколько линий продуктов или услуг, эти показатели, как и объемы продаж каждой из них, следует сравнить с аналогичными параметрами компании-цели, выясняя степень сходства.
- *Обслуживаемые рынки.* Рынки многих отраслей разделены на сегменты, определяемые географическими параметрами, группами клиентов, продуктами, услугами и пр. Компания-аналог должна быть схожа с компанией-целью по данному критерию.
- *Финансовые результаты.*

С учетом указанных критериев крупные известные публичные компании, особенно конгломераты, редко подходят для сравнения. Их размеры, широкий ассортимент продукции, обширные рынки сбыта и финансовая мощь обычно делают их сопоставимыми для сравнения.

Кроме того, некоторые исследователи считают важными такие критерии, как *перспективы роста, финансовый риск (финансовая устойчивость, ликвидность, платежеспособность), качество менеджмента*.

Нужно учитывать, что аналогично тому, как финансовые отчеты компании-цели требуют поправок из-за наличия внеоперационных или повторяющихся статей, *отчеты компаний-аналогов также могут нуждаться в корректировке*. Задача в каждом случае состоит в получении финансовых отчетов, обеспечивающих наиболее достоверное представление об истинных экономических результатах предприятия. Внесение корректировок необходимо также в том случае, если один или более аналогов используют методы бухгалтерского учета, отличные от методов компании-цели (например, необходимо приведение в соответствие методов учета запасов — *LIFO* или *FIFO*).

Сравнительный подход оценки использует все традиционные приемы и методы финансового анализа. Оценщик рассчитывает коэффициенты, анализирует балансы, отчеты о прибылях и убытках и пр. Финансовый анализ является важнейшим приемом определения сопоставимости компаний-аналогов с оцениваемой компанией. Финансовый анализ позволяет обосновать степень доверия оценщика к конкретному виду мультипликатора; кроме того, именно финансовый анализ является основой для внесения необходимых корректировок, обеспечивающих увеличение сопоставимости и обоснованности окончательной стоимости.

Метод рынка капитала

Метод рынка капитала определяет стоимость, основываясь на цене, по которой подобные публичные компании торгуются на публичных фондовых биржах. Базой для сравнения в данном методе служит цена на единичную акцию акционерных обществ открытого типа. Следовательно, в чистом виде данный метод используется для оценки миноритарного пакета акций. Так как слияния и поглощения чаще всего подразумевают приобретение контрольного пакета, то метод рынка в данном случае можно применять только с поправкой на контроль (необходима премия за контроль).

Как и в методе сделок, стоимость выясняется с помощью коэффициентов, сравнивающих цену сделки с показателями результатов деятельности компании (например, соотношение цены к EBITDA).

Метод сделок

Метод сделок рассматривает цены, уплачиваемые публичными компаниями за приобретение либо всего предприятия в целом, либо контрольного пакета акций. Покупателями в этих сделках, как правило, выступают публично торгуемые компании, поскольку закрытые частные компании обычно не раскрывают финансовую информацию при совершении поглощений.

Чтобы метод сделок M&A приводил к достоверному результату, данные о совершенных сделках должны относиться к компаниям, которые в разумной степени

схожи с оцениваемой компанией-целью. Кроме того, для получения разумной основы для сравнения ожидаемые от поглощения синергетические эффекты должны быть достаточно сходны с отраженными в данных о сделках. Таким образом, полезно обладать информацией об адекватном числе стратегических сделок, позволяющей выявить диапазон коэффициентов для последующего анализа.

Поскольку данные о сделках M&A отражают приобретение контроля, они приводят к стоимости на уровне контрольного пакета, что наилучшим образом подходит для оценки стоимости для целей M&A.

В результате анализа по методу сделок M&A оценщик выводит коэффициенты: например, в среднем по проанализированным сделкам уплаченная цена за компанию-цель составляет 8-кратное EBITDA этой компании (*Earnings before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization* — прибыль до выплаты процентов, налогов и амортизации).

Учитывая уникальность каждой сделки M&A, данный метод крайне сложно применить корректно.

Метод отраслевых коэффициентов

Данный метод основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами. Отраслевые коэффициенты рассчитаны на основе длительных статистических наблюдений специальными исследовательскими институтами за ценой продажи предприятия и его важнейшими производственно-финансовыми характеристиками. В результате обобщения были разработаны достаточно простые формулы определения стоимости оцениваемого предприятия. Например, цена АЗС колеблется в диапазоне 1,2–2-месячной выручки.

Метод отраслевых коэффициентов пока не получил достаточного распространения в отечественной практике в связи с отсутствием необходимой информации, требующей длительного периода наблюдения.

Затратный подход

Затратный подход в оценке бизнеса рассматривает стоимость предприятия с точки зрения понесенных издержек. Затратный подход имеет большой вес в итоговой процедуре согласования результатов оценки в том случае, если главная цель покупателя бизнеса — приобретение контроля над активами предприятия. Данный подход не имеет смысла в случае оценки миноритарного пакета акций (что происходит довольно редко в случае оценки для целей M&A).

Затратный подход используется чаще всего при оценке капиталоемких компаний или предприятий, работающих недостаточно эффективно и не генерирующих адекватной отдачи на задействованный капитал.

Основной недостаток затратного подхода состоит в том, что на практике часто очень сложно оценить нематериальные активы компании: ноу-хау, торговые марки, клиентскую базу, бренд и т. д. Кроме того, чем больше возраст имущества оцениваемого предприятия, тем большие погрешности возникают в результате оценки.

Базовой формулой в затратном подходе является:

$$\text{Собственный капитал} = \text{Активы} - \text{Обязательства.}$$

Данный подход представлен двумя методами — методом стоимости чистых активов и методом ликвидационной стоимости.

Метод стоимости чистых активов

Данный метод исходит из предположения о действующем бизнесе: предприятие продолжает функционировать.

Расчет методом стоимости чистых активов включает в себя оценку всех объектов собственности компании-цели:

- 1) оценку обоснованной рыночной стоимости недвижимого имущества;
- 2) оценку обоснованной рыночной стоимости машин и оборудования;
- 3) оценку рыночной стоимости нематериальных активов;
- 4) оценку рыночной стоимости финансовых вложений (как долгосрочных, так и краткосрочных);
- 5) оценку текущей рыночной стоимости товарно-материальных запасов;
- 6) оценку дебиторской задолженности;
- 7) оценку расходов будущих периодов;
- 8) оценку обязательств предприятия.

Обычно в рамках работы по оценке не проводится детальная оценка рыночной стоимости каждого из объектов недвижимости, машин, оборудования и пр., так как данная работа была бы слишком трудоемкой и дорогостоящей.

Наиболее простой путь оценки рыночной стоимости чистых активов состоит в использовании расчетной стоимости, определенной в соответствии с методикой, изложенной в «Порядке оценки стоимости чистых активов акционерных обществ», утвержденном Приказом Минфина России и ФКЦБ России от 29 января 2003 г. № 10н/03–6/пз. Исходными данными для такого расчета являются данные бухгалтерского баланса. Однако напрямую данную методику использовать нельзя, так как приведенная в балансе стоимость активов не является рыночной. Чтобы определить рыночную стоимость активов, требуется провести комплексный анализ и оценку рыночной стоимости всех объектов, принадлежащих компании (зданий и сооружений, машин, оборудования и пр.).

Наименее трудоемким методом в рамках затратного подхода для оценки стоимости зданий и сооружений, машин и оборудования, передаточных устройств и прочего является метод, основанный на *индексном способе расчета восстановительной стоимости с последующим расчетом износа методом экономической жизни*. В соответствии с индексным методом восстановительная стоимость определяется посредством умножения балансовой стоимости актива в ценах года постановки на баланс на соответствующий индекс, обеспечивающий приведение начальной стоимости объекта к ценам на момент оценки. В качестве коэффициента приведения может использоваться, например, индекс, предназначенный для переоценки основных фондов, утвержденный Правительством РФ.

На следующем этапе определяется износ объектов. При оценке бизнеса, как правило, используют *метод эффективного возраста*. В соответствии с этим методом процент физического износа рассчитывается как отношение эффективного возраста к сроку экономической жизни. При этом если условия эксплуатации оцениваемых объектов стандартные и соответствуют установленным требованиям,

то эффективный возраст можно считать равным фактическому сроку эксплуатации. В качестве срока экономической жизни в данном случае применяется нормативный срок жизни объекта.

Остальные статьи баланса, такие как дебиторская задолженность, товарно-материальные запасы, доходы будущих периодов и пр., также корректируются до рыночной стоимости.

Если учесть все необходимые корректировки, исключить имущество, не вовлеченное в операционную деятельность, то стоимость чистых активов можно рассматривать как рыночную. Однако на практике довольно сложно произвести и учесть все необходимые корректировки.

Метод ликвидационной стоимости

Метод ликвидационной стоимости может использоваться в случае, если предполагается прекращение деятельности компании. Ликвидационная стоимость представляет собой стоимость, которую собственник может получить при ликвидации предприятия и раздельной продаже его активов.

Последовательность оценки ликвидационной стоимости:

1. Берется последний балансовый отчет.
2. Разрабатывается календарный график ликвидации активов, так как продажа различных видов активов предприятия требует различных временных периодов.
3. Определяется валовая выручка от ликвидации активов.
4. Оценочная стоимость активов уменьшается на величину затрат на ликвидацию (комиссионные оценочным и юридическим фирмам, налоги, сборы и прочие обязательные платежи).
5. Ликвидационная стоимость активов уменьшается на расходы, связанные с владением активами до их продажи, включая затраты на сохранение запасов готовой продукции и незавершенного производства, сохранение оборудования, машин, механизмов, объектов недвижимости, а также управленческие расходы по поддержанию работы предприятия до его ликвидации.
6. Прибавляется операционная прибыль предприятия (убытки) ликвидационного периода.
7. Вычитаются расходы на выходные пособия и выплаты работникам предприятия, требования кредиторов по обязательствам, задолженность по обязательным платежам в бюджет и во внебюджетные фонды и прочие расчеты с кредиторами.

Корректировка стоимости через внесение премий и скидок

В процессе оценки, в том числе для целей M&A, часто требуется определение рыночной стоимости не всего предприятия, а лишь конкретного пакета акций (пая). Здесь необходимым становится определение влияния на стоимость пакета следующих факторов: какой — контрольной или неконтрольной (миноритарной) — является доля оцениваемого пакета; каково воздействие на эту стоимость степени ликвидности акций предприятия и пр.

Оценщику при выведении итоговой величины стоимости нужно знать, какие поправки и в каком объеме использовать. В каждом конкретном случае это зави-

сит, во-первых, от того, какая доля владения акциями оценивается — контрольная или миноритарная. *Степень контроля значительно влияет на стоимость пакета.* Во-вторых, *применение скидки или премии обусловлено методами оценки.* Так, например, доходный подход позволяет рассчитать стоимость контрольного пакета, так как выражает цену, которую инвестор заплатил бы за владение предприятием; при использовании методов имущественного подхода получается стоимость также контрольного пакета, так как только владелец контрольного пакета может определять политику в области активов — приобретать, использовать или продавать; при расчете по методу сделок получают величину оценочной стоимости на уровне владения контрольным пакетом, так как этот метод основан на анализе цен контрольных пакетов акций сходных компаний; с помощью метода рынка капитала определяется стоимость владения миноритарным пакетом, так как при этом методе применяется информация о котировках акций на фондовых рынках (если оценщику нужно получить стоимость на уровне контрольного пакета, то к стоимости, полученной методом рынка капитала, нужно прибавить премию за контроль).

В-третьих, *в определении скидки или премии играет роль тип акционерного общества.* Выделяют закрытые и открытые акционерные общества. Разница между ними сводится к следующему: закрытые имеют право распределять акции только среди учредителей, а продажа акций третьим лицам возможна только с согласия большинства акционеров. Акции открытых акционерных обществ могут находиться в свободном обращении (т. е. они более ликвидны, чем акции закрытых акционерных обществ).

Премия за контроль

Премия за контроль представляет собой стоимостное выражение преимущества, связанного с владением контрольным пакетом акций. Она отражает дополнительные возможности контроля над предприятием по сравнению с миноритарной долей.

Стоимость владения контрольным пакетом всегда выше стоимости владения миноритарным пакетом. Это обусловлено следующими основными элементами контроля.

1. Выборы совета директоров и назначение менеджеров.
2. Определение вознаграждения менеджеров и их привилегий.
3. Определение политики предприятия, изменение стратегии развития бизнеса.
4. Принятие решений о поглощениях или слияниях с другими компаниями.
5. Принятие решений о ликвидации, распродаже имущества предприятия.
6. Принятие решений об эмиссии.
7. Изменение уставных документов.
8. Распределение прибыли по итогам деятельности предприятия, в том числе установление размеров дивидендов.
9. Принятие решения о продаже или приобретении собственных акций предприятия.

В зарубежной практике средние показатели премий за контроль публикуются в ежегодно издаваемом статистическом обзоре слияний и поглощений компаний («Mergerstat Review»). В России таких изданий, где бы отслеживались средние

показатели премий за контроль по годам и отраслям, пока нет, хотя некоторые попытки уже есть (например, данные по сделкам М&А публикуются в журнале «Слияния и поглощения»). В случае отсутствия данных российские специалисты ориентируются на данные зарубежных справочников, хотя это и не совсем корректно.

В зарубежной практике премия за контроль рассматривается как процент превышения выкупной ценой рыночной цены акций компании-цели за 5 рабочих дней до официального объявления о сделке М&А. Однако практика показывает, что в преддверии слияния курс акций начинает расти раньше, чем за 5 дней до официального объявления о сделке. В связи с этим чаще всего отслеживают курс за период от 2 месяцев до 5 рабочих дней.

По материалам «Mergerstat Review», среднеарифметические и медианные значения предложенных премий в виде процентного превышения цены приобретения акций в составе пакета над рыночными котировками за 5 рабочих дней до объявления о сделке каждый год оказываются в пределах диапазонов от 35 до 45% и от 27 до 35% соответственно. Основываясь на этих данных, можно бы сделать вывод о том, что *контрольный пакет стоит приблизительно на 30–40% больше, чем имеющий неконтрольный характер*. Однако подобные заключения в некоторых отношениях могут оказаться неправильными, так как в основном в исследования, проводимые «Mergerstat» и прочими исследователями, попадают сделки стратегического характера. Соответственно главный их мотив — достижение эффекта синергии. Таким образом, хотя в сделке покупатель приобретает контрольный пакет, главным фактором, определяющим цену сделки, все-таки являются синергии. То есть стандартная премия в 30–40% содержит не просто элемент контроля, но и эффект синергии. Следовательно, нельзя обоснованно прийти к выводу, что контрольный пакет акций компании стоит приблизительно на 30–40% больше миноритарного.

Таким образом, можно сделать вывод: *разумный размер уплачиваемой премии должен оцениваться каждый раз индивидуально в зависимости от синергетических эффектов слияния или поглощения*.

Следует также подчеркнуть: хотя исследования указывают на постоянное нахождение премий в диапазоне от 30 до 40%, ошибочно делать вывод, что эти поглощения всегда оказывались инвестициями, создавшими стоимость для покупателей. Напротив, исследования поглощений указывают на другой факт: большая часть слияний и поглощений не принесли покупателям адекватной отдачи. То есть *в большинстве исследованных сделок премия в 30–40% являлась завышенной*.

Кроме того, на практике часто начинают действовать факторы, ограничивающие права владельцев контрольных пакетов и снижающие стоимость контроля. К таким факторам относятся:

- *Эффект распределения собственности*. Оценщик должен всегда принимать во внимание текущую ситуацию с распределением акций компании. Например, все акции распределены между тремя акционерами. Два акционера владеют равными крупными пакетами, у третьего же пакет акций небольшой, однако именно он может получить премию за свой пакет сверх стоимости, пропорциональной его доле в капитале. Это связано с тем, что при голосовании его акции смогут «перевесить чашу весов» в ту или другую сторону.

Еще один пример: все акции компании распределены на несколько равных крупных пакетов, но пакеты не дают права полного контроля. Поэтому будет осуществлена скидка на неконтрольный характер, однако размер скидки будет меньшим, чем для миноритарного пакета, вообще не дающего никакого контроля. В результате сумма стоимостей пакетов будет меньше стоимости полного контроля, т. е. стоимости предприятия.

- *Режим голосования.* В мировой практике используют *некумулятивную* и *кумулятивную системы голосования* при выборе совета директоров. Некумулятивная система действует по принципу: один голос — одна акция за одного директора. Так, например, акционер имеет 500 голосующих акций и избрать нужно пять директоров. Он обязан сначала использовать 500 голосов при голосовании за первого директора, потом 500 голосов — за второго и т. д. *При некумулятивной системе голосования оказываются в выигрыше держатели контрольных пакетов.*

При кумулятивной системе мелкие акционеры могут распределять голоса по своему усмотрению в любой пропорции, тем самым сконцентрировавшись на одной кандидатуре. Таким образом, *кумулятивная система голосования дает держателям миноритарных пакетов определенную дополнительную стоимость, связанную с дополнительными возможностями контроля.* Количество акций, требуемых для выбора одного директора при кумулятивной системе голосования, рассчитывается по формуле:

$$K_a = \text{Общее количество акций} / (\text{Общее количество директоров} + 1).$$

Например, для избрания пяти директоров используются 800 акций. Минимальное количество акций, требуемых для избрания одного директора, — $800 / (5 + 1) = 133,3 \approx 134$, т. е. владельцы миноритарных пакетов должны собрать не менее 134 акций для проведения своего представителя в совет директоров. В российской практике нет законодательного ограничения для использования кумулятивной системы голосования.

- *Контрактные ограничения.* Если долговые обязательства компании существенны, то это может ограничивать дивидендные выплаты и пр. В этом случае часть стоимости премии за контроль теряется.
- *Финансовые условия бизнеса.* Если финансовое состояние компании неустойчивое, то многие права, связанные с контролем (например, право на покупку контрольных пакетов акций других компаний), становятся труднореализуемыми.

В каждом конкретном случае необходимо провести анализ элементов контроля, и если какой-то из них отсутствует, то стоимость контрольного пакета должна быть уменьшена. И наоборот, если элементы контроля присутствуют у оцениваемого миноритарного пакета, стоимость последнего должна быть увеличена.

Скидка на неконтрольный характер

Скидка на неконтрольный характер (minority interest discount) — величина, на которую уменьшается стоимость оцениваемой доли пакета (в общей стоимости пакета акций предприятия) с учетом ее неконтрольного характера.

Скидка на неконтрольный характер является производной от премии за контроль. Эта тенденция основана на эмпирических данных. Миноритарная скидка показывает уменьшение стоимости, вызванное отсутствием контроля. Эта скидка может применяться или к миноритарной доле собственности, или к крупному пакету акций, в некоторой степени лишенному контроля.

Скидка на неконтрольный характер рассчитывается по следующей формуле:

$$MID = 1 - \frac{1}{1 + P},$$

где *MID* (*minority interest discount*) — миноритарная скидка; *P* — средняя премия за контроль.

Скидки на неконтрольный характер рассчитываются на основе рыночных данных, и в течение 1990-х гг. их размер составлял в среднем 24%. Эта цифра была рассчитана по данным о премии за контроль. Соответственно к ней нужно относиться с еще большей осторожностью, чем к премии за контроль в 30–40%.

Скидка на недостаточную ликвидность

Ликвидность — способность ценной бумаги быть быстро проданной и превращенной в денежные средства без существенных потерь для держателей. Скидка на недостаточную ликвидность (*lack-of-marketability discount, LOMD*) отражает уменьшение стоимости, вытекающее из невозможности быстро конвертировать долю собственности в деньги.

Базовая величина, из которой вычитается скидка на недостаточную ликвидность, — стоимость высоколиквидного сопоставимого пакета.

Необходимо проанализировать факторы, увеличивающие или уменьшающие размер скидки. Размер пакета относится к фактору, который может как увеличить скидку, так и уменьшить. *Как правило, контрольный пакет требует меньшей скидки за ликвидность, чем миноритарный.*

Существует несколько методов определения скидки на недостаточную ликвидность. Отметим два наиболее интересных из них:

- показатель «цена компании/прибыль» для закрытой компании сравнивается с таким же показателем для свободно обращающихся сопоставимых акций на фондовом рынке;
- оценивается стоимость регистрации акций и брокерских комиссионных, взимаемых за продвижение акций компании на фондовый рынок. Берутся данные расходов в процентном соотношении к стоимости выпускаемых акций, причем в случае закрытых компаний эти затраты гипотетические: каковы были бы расходы, если бы произошла эмиссия.

По скидкам на недостаточную ликвидность также проводились исследования, результаты которых показали: в течение 1990-х гг. средняя скидка на недостаточную ликвидность составляла приблизительно 35–45%. Однако в этих исследованиях речь шла об инвестициях в миноритарные пакеты, тогда как большинство сделок по слиянию и поглощению касаются контрольных пакетов (соответственно данные скидки не являются уместными при оценке для целей M&A).

Профессиональные оценщики бизнеса утверждают, что *скидки на недостаточную ликвидность находятся под влиянием характера отрасли и размера ожидае-*

мых транзакционных издержек. Лучше организованные отрасли, где проводится больше сделок, отличает тенденция более низких транзакционных издержек, так как продажи обычно происходят быстрее. Отрасли, которые фрагментированы или имеют менее организованную инфраструктуру и где наблюдается меньшая активность М&А-процессов, осложняют покупателям и продавцам поиск контактов с целью совершения сделок. В этих обстоятельствах продажи обычно занимают больше времени и сопровождаются более высокими транзакционными издержками, означая повышенные скидки за недостаточную ликвидность.

Процедура согласования результатов оценки

После того как оценщик применил все подходы к оценке стоимости бизнеса, встает вопрос о выведении итогового значения стоимости бизнеса (или диапазона). Усреднение результатов различных методов не гарантирует правильного заключения об оценке, так как в этом случае предполагается, что при выполнении оценки каждый подход дал одинаково надежный результат, что на практике встречается крайне редко.

Ключ к получению компетентного итогового результата — всестороннее повторное рассмотрение, подвергающее сомнению базовые предпосылки, методы, информацию и расчеты каждой примененной процедуры.

Таким образом, различные методы могут быть использованы в процессе оценки, но решение вопроса об относительной значимости показателей стоимости, полученных на базе различных методов, должно определяться обоснованным суждением оценщика, которое оформляется путем взвешивания стоимостей, определенных использованием двух или более методов. Решение о том, каким стоимостным оценкам придать больший вес и как каждый метод взвешивать по отношению к другим, является ключевым на заключительном этапе процесса оценки.

Выделяют два базовых метода взвешивания:

- *метод математического взвешивания;*
- *метод субъективного взвешивания.*

Метод математического взвешивания использует процентное взвешивание, т. е. для каждого использованного подхода задается его вес в процентах, при этом сумма весов по всем трем подходам должна составлять 100%. Далее величина стоимости, полученной в результате применения каждого подхода, умножается на вес; полученные в результате взвешивания стоимости по всем подходам складываются.

При субъективном взвешивании цель такая же, как и при методе математического взвешивания, — выйти на единую оценочную стоимость, но при этом подходе не используется процентное взвешивание. Оценочное заключение базируется на анализе преимуществ и недостатков каждого метода, а также на анализе количества и качества данных в обосновании каждого метода. Во главе угла стоят профессиональный опыт и суждения оценщика.

Нужно отметить, что методы математического и субъективного взвешивания по своей сути ничем не отличаются: при математическом взвешивании методам придают процентные веса, а при субъективном — долевые веса, что при проведении расчетов дает аналогичные результаты. Следовательно, методологически некорректно выделять два метода взвешивания — математическое и субъективное взвешивание, так как по сути методика проведения взвешивания в обоих случаях идентична.

Следует помнить, что *цена бизнеса, указанная в итоговом отчете*, — это мнение независимого оценщика, но не более того. Покупатель имеет полное право с этим мнением не согласиться и в процессе переговоров предложить свою цену.

Таким образом, цена сделки может достаточно серьезно отличаться от стоимости, которую определила оценочная компания. Цена часто зависит от целей, стоящих перед покупателем. Иногда объект покупки является важным звеном в бизнесе потенциального покупателя — он готов заплатить завышенную цену для того, чтобы быстро завершить сделку по покупке этого предприятия. Иногда цена возрастает из-за конкурентных предложений, а иногда, наоборот, — снижается, если покупатель всего один. Причин может быть много, и цена сделки и величина стоимости в отчете могут быть совершенно разными — таков рынок.

На Западе, как правило, оценочная стоимость компании незначительно отличается от цены заключаемой сделки. В российской действительности это расхождение часто составляет более 30%. Тем не менее грамотное и подтвержденное расчетами заключение оценщика, имеющего хорошую репутацию, может стать дополнительным аргументом при переговорах с потенциальным покупателем.

Проблема измерения синергического эффекта

Понятие синергического эффекта

Теория финансового менеджмента гласит: слияния и поглощения должны совершаться таким образом, чтобы увеличивать благосостояние акционеров. Фактически любое поглощение — это решение о размещении долгосрочных капиталовложений, где покупатель приобретает торговые марки, процессы и технологии, а также материальные активы.

Значительная привлекательность сделок M&A, выражающаяся в дополнительной доходности, сосредоточена вокруг синергического эффекта, который нужно уметь правильно измерять и прогнозировать, а также управлять им.

Специалисты международной консалтинговой компании *McKinsey* дают синергии несколько иное определение: они характеризуют синергию не просто как эффект, а как *способность* создать дополнительную стоимость. Ведь когда заключаются сделки M&A, компания-покупатель платит премию за приобретение (сверх справедливой рыночной стоимости), что, по сути, является именно оплатой способности или возможности осуществления синергии. За дополнительные способности или возможности компания должна доплатить.

Уметь измерять синергический эффект нужно, так как от того, как продающая и покупающая стороны оценивают синергические эффекты, зависит стоимость сделки. При этом компании часто переоценивают их, что впоследствии выражается в значительных убытках покупающей стороны.

Эта формула хорошо отражает риски в сделках M&A. Дело в том, что стоимость, которую могут создать синергические эффекты, определяется на основе сопоставления внутренних возможностей компании и кандидатов на слияние или поглощение. Таким образом, синергия — это ожидаемая прогнозная величина, получаемая компанией-покупателем через некоторое время, тогда как премия к рыночной цене — фиксированная величина, уплачиваемая сейчас. То есть покупатель платит премию в настоящий момент за нечто неосоздаваемое, что возникнет (либо не возникнет) потом.

Эмпирические данные о синергии

При всем многообразии целей и причин происходящих слияний и поглощений все же основной причиной большинства из них является стремление к получению синергического эффекта.

Многочисленные исследования результатов сделок М&А показывают довольно неутешительные результаты. Как свидетельствует рыночная практика, задуманное слияние или поглощение редко полностью оправдывает надежды своих инициаторов:

Консалтинговая компания *KPMG* проанализировала около 700 крупнейших сделок за 1996–1998 гг. В качестве критерия рассматривалось изменение курсов акций до и после сделки. Результаты исследования показали, что только 17% компаний увеличили свою суммарную стоимость; у 30% практически не произошло изменений; 53% отметили снижение стоимости (рис. 10.4). Таким образом, **около 83% сделок М&А не принесли ощутимой выгоды своим акционерам.**

В качестве переменных, влияющих на эффективность сделок, рассматривались две группы факторов:

- оценка синергетики слияния или поглощения на стадии подготовки, планирование проекта интеграции и «due diligence» (юридический и финансовый анализ состояния предприятия);
- выбор управляющей команды, разрешение культурных противоречий и коммуникации.

Кроме того, часть неудач в сделках М&А объясняется недочетами процесса интеграции и недостаточным вниманием к проблемам, возникающим с человеческими ресурсами объединяющихся компаний. То есть несмотря на то, что потенциально объединение все же может приносить некую прибыль, административные, социальные, психологические проблемы, сопровождающие интеграционный процесс, сводят эту прибыль на нет. Эффективность слияния или поглощения во многом зависит от умения, с которым оно проведено.

По второй группе факторов наибольшее влияние оказал выбор управляющей команды (повышение эффективности на 26% относительно среднего уровня). Тот

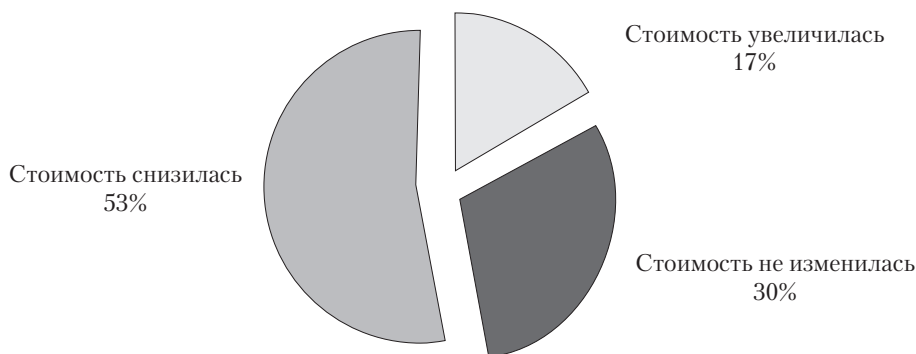


Рис. 10.4. Результаты сделок М&А по данным исследования 700 крупнейших сделок 1996–1998 гг.

же показатель был получен и для фактора снятия культурных различий между компаниями, участвующими в сделке.

Оценка синергического эффекта

Источники синергии

Синергические выгоды, как правило, возникают из четырех потенциальных источников.

- *Увеличение доходов.* Увеличение доходов может возникать из продаж большего числа единиц продукции или услуги, что обычно достигается за счет обслуживания объединенным бизнесом более широкого рынка или предложения расширенного ассортимента продукции либо и того и другого вместе. Может также возникать рост цен на отдельные продукты, особенно когда объединенное предприятие создает серьезные стратегические преимущества, такие как статус единственного поставщика той или иной технологии или продукта.

Прогнозируемое повышение доходов следует рассматривать с осторожностью, так как оно часто зависит от реакции клиентов и конкурентов — и то и другое на практике трудно предсказуемо из-за большого числа факторов, воздействующих на них.

- *Сокращение расходов.* За счет консолидации функций устраняются лишние должности, сходные основные фонды, а также накладные расходы. Оценкам сокращения расходов свойственно оказываться более предсказуемыми и надежными, чем увеличение доходов.
- *Усовершенствование технологий и процессов (комбинация повышения доходов и сокращения расходов).* Усовершенствование процессов происходит, когда объединенное предприятие берет на вооружение наиболее работоспособные или эффективные методы, использовавшиеся компанией-целью или компанией-покупателем. Усовершенствования способны вызывать повышение доходов или/и сокращение расходов.
- *Финансовая экономия.* Финансовая экономия реализуется через осуществление финансовой синергии. В данном случае затраты на капитал компании-цели могут быть уменьшены через поглощение более крупной компанией, которая устраняет многие из рисков, свойственных цели как отдельному бизнесу. Эта финансовая экономия повышает инвестиционную стоимость компании-цели, но не ее справедливую рыночную стоимость. Сюда же можно отнести налоговые выгоды от сделки и пр.

По мнению специалистов, большинство видов финансовой экономии не способно существенно улучшить стратегическую позицию компании и они редко бывают движущей силой сделки.

Ключевые переменные в оценке синергии

Оценивая потенциальную экономию от каждого из этих источников синергического эффекта, специалисты по М&А должны сосредоточиваться на трех основных переменных, способных существенно влиять на точность оценки и расчета предполагаемой синергии.

1. Размер выгоды от синергического эффекта.

Стоимость синергии должна быть *количественно* определена в прогнозе чистых денежных потоков.

2. Вероятность достижения.

Объединение бизнесов будет предполагать различные выгоды, часть из которых имеет очень высокую вероятность успеха, в то время как другие остаются весьма спорными. Например, вероятность возможной ликвидации административных расходов, связанных с советом директоров компании-цели, равна приблизительно 100%. Наоборот, достижение некоторых коммерческих целей в условиях жесткой конкуренции, по всей вероятности, гораздо менее определено. Эти различия должны быть учтены в прогнозе. Расчет вероятности различных сценариев или, например, моделирование по методу Монте-Карло помогает измерить диапазон возможных результатов.

3. Время получения выгод.

В то время как поглощение обычно совершается в виде единственной сделки, выгоды от нее накапливаются в течение всего периода прогноза, способного охватывать много лет. Это нужно учитывать при оценке.

Совершенно очевидно, что чем короче срок получения синергического эффекта, тем выгоднее M&A-сделка компании-покупателю. Любые задержки отдалают время получения денежных потоков, уменьшая их текущую стоимость. Специалисты компании *McKinsey* отмечают, что краткосрочные синергические эффекты — первый и наиболее очевидный источник создания стоимости в большинстве слияний.

Особо следует здесь подчеркнуть важность объективности и строгой проверки фактов в экспертизе прогнозируемых синергических эффектов.

Рассмотрим процедуру оценки бизнеса при сделке по приобретению компании. Имеется фирма — инициатор сделки (ИК) и целевая фирма (ПМ). ИК является ведущим производителем и продавцом на рынке продуктов питания, пищевых ингредиентов; ПМ — ведущий производитель пиццы и питы.

Потенциальные синергии:

- объединение подразделения «соусов и выпечки» ПМ с подразделением «легких закусок» ИК. При этом предполагается снижение затрат на 200 тыс. евро в год. Кроме того, сегодняшняя выгода ИК составит 2,4 млн евро;
- подразделение «легких закусок» ИК может поставлять муку для ПМ. Экономия 150 тыс. евро в год; сегодняшняя выгода ИК 1,8 млн евро;
- головной офис ИК может взять на себя ряд функций головного офиса ПМ. Снижение затрат на 750 тыс. евро; сегодняшняя выгода ИК 0,9 млн евро;
- ИК имеет сеть распространения товаров и может использовать ее для продвижения товаров ПМ. Это может существенно сократить расходы на маркетинг, рекламу, однако на момент оценки таких данных не было.

Потенциальные стратегии:

- производство новых сортов соусов. Обеспечит получение операционного дохода в размере 175 тыс. евро в год; сегодняшняя выгода ИК составит 2,1 млн евро.;
- повторный выпуск на рынок некоторых товаров, производимых сегодня под маркой ИК как продуктов ПМ. Операционный доход составит 125 тыс. евро в год; сегодняшняя выгода ИК — 1,5 млн евро.

На осуществление сделки и функционирования совместного предприятия в целом в дальнейшем могут повлиять следующие факторы.

1. Производственные мощности.

Подразделение, занимающееся производством пиццы, в настоящий момент функционирует на полную производственную мощность. Не существует свободного пространства для расширения производства, а производство пиццы не позволяет использовать высвобождающиеся там мощности для изготовления пиццы.

В том случае, если рост объемов производства будет соответствовать запланированному, то уже на следующий год будет серьезная нехватка производственных мощностей, что может сказаться и на качестве продукции. Строительство нового цеха обойдется в 5 млн евро.

2. Прогнозы и их зависимость от покупателей.

ПМ прогнозирует существенное увеличение продаж за счет основного покупателя ПР, однако ПР не платила ПМ уже на протяжении года. А потеря этого покупателя приведет к снижению доходов на 7,1% сразу и еще на 21% в следующем году.

3. Управление.

В случае слияния собирается покинуть свой пост президент компании ПМ, тогда как директора по производству, по продажам и финансовый директор не собираются оставлять свои посты.

4. Налоги и пенсии.

ПМ не производит расчет отложенного налога, однако сумма отложенного налога может оказаться значительной в связи со строительством нового цеха по производству пиццы.

5. Финансирование.

На момент слияния компания имеет овердрафт в 2 млн евро и задолженность перед учредителями в 800 тыс. евро.

Основные данные о деятельности компании ПМ и прогнозные данные представлены в табл. 10.34.

Таблица 10.34. Прибыли и убытки

	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г. (прогноз)	2005 г. (прогноз)	2006 г. (прогноз)
Выручка, тыс. евро	5380	7332	11452	16114	20001	23267
Расходы, тыс. евро	-2372	-3075	-5419	-7253	-9016	-10280
Валовая прибыль, тыс. евро	3008	4257	6033	8861	10985	12987
Накладные расходы, тыс. евро	-2913	-4165	-5137	-5845	-6695	-7221
ЕВИТ	95	92	896	3016	4290	5766
ЕДИТА	408	442	1299	3437	4715	6191
Рост выручки, %	0	35,3	56,2	40,7	24,1	16,3
Маржа, %	55,9	58,1	52,7	55,0	54,9	55,8
Накладные расходы, %	-54,1	-56,8	-44,9	-36,3	-33,5	-31,0

Необходима корректировка прогноза ЕВИТ, поскольку сегодня ПМ имеет задолженность перед акционерами и выплачивает им компенсацию за использование средств в размере 2%, тогда как для построения прогнозных данных должна применяться ставка 7%.

Средняя ставка амортизации по основным средствам цехов по производству пиццы составляет 4%, но более приемлемой представляется ставка 10%.

С помощью скорректированных данных определим стоимость ПМ методом дисконтирования денежных потоков и методом, основанным на расчете добавленной экономической стоимости.

Оценка с использованием дисконтированных денежных потоков

Оценка компании с помощью метода дисконтированных денежных потоков основана на том, что ее сегодняшняя стоимость складывается из будущих поступлений средств в результате ее деятельности, приведенных к их сегодняшней ценности.

Сегодняшняя стоимость компании будет складываться из сегодняшней стоимости потоков денежных средств в течение определенного периода, когда можно достаточно точно спрогнозировать ключевые показатели, в нашем случае этот период составляет 3 года, и сегодняшней стоимости фирмы после этого периода (конечной стоимости — КС), при этом предполагается, что такие показатели, как темп роста, ставка процента и др., остаются постоянными.

В качестве безрисковой ставки используем среднюю доходность облигаций двух стран, где в основном будет функционировать оцениваемая компания ПМ. Эта ставка составит 4,37%. Среднерыночная доходность пищевой отрасли 7,5%. Коэффициент $\beta + 0,53$. Рисковая ставка рассчитывается по формуле:

$$K_a = R_f + (R_m - R_f) \times \beta = 4,37 + (7,5 - 4,37) \times 0,53 = 6,03.$$

Оценка средневзвешенной стоимости капитала производится по формуле:

$$WACC = C_{\text{кк}} (1 - C_{\text{нп}}) (К/О) + C_{\text{дк}} (1 - C_{\text{нп}}) (Д/О) + K_a (1 - C_{\text{нп}}) (А/О),$$

где $C_{\text{кк}}$ — процентная ставка доходности по краткосрочным кредитам, 10,25%, 10,25 и 4,25% соответственно за 2004–2006 гг.; $C_{\text{дк}}$ — процентная ставка доходности по долгосрочным кредитам, 7%; K_a — оцененная выше ставка по капитальным активам, 6,03%; $C_{\text{нп}}$ — ставка налога на прибыль, 52,5%; К/О — доля краткосрочной задолженности в общей сумме задолженности; Д/О — доля долгосрочной задолженности в общей сумме задолженности; А/О — доля акционерного капитала в общей сумме задолженности.

Доли краткосрочной, долгосрочной задолженностей и акционерного капитала в общей сумме задолженности представлены в табл. 10.35.

$$WACC_{2004} = 8,25 \times (1 - 0,525) \times 0,85 + 7 \times (1 - 0,525) \times 0,14 + 6,03 (1 - 0,525) \times 0,02 = 3,85\%.$$

$$WACC_{2005} = 8,25 \times (1 - 0,525) \times 0,86 + 7 \times (1 - 0,3) \times 0,12 + 6,03 \times (1 - 0,3) \times 0,02 = 3,83\%.$$

$$WACC_{2006} = 8,25 \times (1 - 0,525) \times 0,85 + 7 \times (1 - 0,525) \times 0,14 + 6,03 \times (1 - 0,525) \times 0,02 = 3,85\%.$$

Таблица 10.35. Расчет долей задолженности в общей сумме

	2004 г.		2005 г.		2006 г.	
	тыс. евро	%	тыс. евро	%	тыс. евро	тыс. евро
Краткосрочная задолженность	4374	84,54	4334	86,09	5605	5605
Долгосрочная задолженность	700	13,53	600	11,92	500	500
Акционерный капитал	100	1,93	100	1,99	100	100
Итого	5174	100,0	5034	100,0	6205	6205

Как видно из расчетов, величина WACC является постоянной, поэтому возможно использовать значение WACC в качестве ставки дисконтирования.

Расчет свободного денежного потока за период 2004–2006 гг. представлен в табл. 10.36.

Таблица 10.36. Определение величины свободного денежного потока

	Шаг расчета (операция)	Обозначения	2004 г.	2005 г.	2006 г.
1	Определяется операционная прибыль до уплаты процентов по займам Справочно: операционная прибыль до уплаты процентов и налогов; ставка процента по налогу на прибыль 52,5%	ЕВИТ (1– Спп)	960	1679	2327
			2020	3534	4898
2	К выручке до уплаты процентов добавляется величина амортизации по основным средствам и нематериальным активам, которая раньше была вычтена	+А	447	548	278
3	Прибавляется изменение оборотного капитала	+ ΔОК	47	653	867
4	Вычитаются расходы капитального характера: собственность в лизинге основные средства — подразделение питы основные средства — подразделение пиццы офисное оборудование	–КР	670	360	390
			30	30	30
			400	250	250
			215	50	50
			25	30	60
5	Прибавляются/вычитаются изменения в прочих активах	± прочее	–	–	–
6	Свободный денежный поток		784	1214	1348

Сегодняшняя стоимость будущих поступлений будет равна:

$$CC = \frac{784}{(1+0,0385)} + \frac{1214}{(1+0,0385)^2} + \frac{1348}{(1+0,0385)^3} = 3083 \text{ тыс. евро.}$$

Для определения конечной стоимости (КС) используем формулу:

$$КС = \frac{ДП_{\text{в конце периода}} (1 + T_p)}{K_a - T_p}.$$

Выручка от продаж за 2001–2003 гг. и прогноз ее значений на 2004–2006 гг. представлена в табл. 10.37.

Таблица 10.37. Выручка от продаж за 2001–2003 гг. и прогноз ее значений на 2004–2006 гг.

2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.
4489	6785	10585	15747	18618	21701

Темп роста (T_p) определим по средней геометрической:

$$T_p = (B_n / B_0)^{1/n} - 1 = (21\,701 / 4489)^{1/6} - 1 = 0,3003, \text{ или } 30\%.$$

Очевидно, что рост на 30% в год является чрезмерно оптимистичным. Это происходит вследствие того, что компания за последние годы действительно существенно расширяла сферу деятельности и планирует увеличивать объемы производства и далее. Однако рост фирмы в долгосрочной перспективе не может быть больше роста отрасли в целом, который составляет 2,5%. Следовательно, $T_p = 2,5\%$.

Конечная стоимость после отчетного периода в этом случае равна:

$$KC_1 = \frac{1348(1+2,5\%)}{6,03\% - 2,5\%} = 39\,524 \text{ тыс. евро.}$$

Если не ожидается роста после последнего прогнозного периода, то конечная стоимость составит:

$$KC_2 = \frac{1348}{3,85\%} = 35\,013 \text{ тыс. евро.}$$

Итак, сегодняшняя стоимость компании ПМ, рассчитанная методом дисконтирования денежных потоков, будет равна:

$$ССК_1 = СС + KC_1 = 3083 + 39\,524 = 42\,607 \text{ тыс. евро;}$$

$$ССК_2 = СС + KC_2 = 3083 + 35\,013 = 38\,096 \text{ тыс. евро.}$$

Значения сегодняшней ценности весьма близки, поэтому возьмем среднее этих значений:

$$(42\,607 + 38\,096) / 2 = 40\,352 \text{ тыс. евро.}$$

Оценка с использованием метода экономической добавленной стоимости

Концепция экономической добавленной стоимости основывается на тех же принципах, которые применяются при традиционном дисконтировании денежных потоков, что позволяет рассматривать показатель EVA в качестве альтернативы.

Базовым положением концепции EVA является создание стоимости для инвестора, когда операционный доход превышает средневзвешенную стоимость задействованного капитала в абсолютном размере.

Преимуществом метода EVA является простота вычислений. Если традиционный метод дисконтирования требует расчета необходимой величины инвестиций с точным определением объема и времени денежных потоков по периодам, то расчет EVA можно проводить по каждому отдельному периоду функционирования предприятия без дополнительного учета минувших событий и предсказания будущего, а просто исходя из оцененной на основе бухгалтерских данных величины задействованного капитала.

Таким образом, с помощью EVA значительно легче проводить сравнительный анализ плановых показателей инвестиционного проекта с фактически достигнутым.

Более того, концепция EVA позволяет легко использовать такой мощный инструмент бухгалтерского учета, как переоценка активов (что придает этой концепции особое значение в условиях перехода национального бухгалтерского учета к новым национальным стандартам, предусматривающим возможность проведения переоценок не только вследствие инфляции, а во многих иных случаях). Если во время реализации проекта изменяется стоимость определенных активов по сравнению с отображенной в учете, то для нивелирования влияния этого фактора на NPV проекта при традиционном анализе необходимо проводить новые перерасчеты показателей проекта (путем изменения прогнозной величины ликвидационной стоимости активов, а в нашем случае потребовался бы пересчет многих показателей — амортизации, капитальных расходов и т. п.).

При применении EVA ничего, кроме выполнения стандартных проводок, не нужно: переоценка автоматически отражается как на величине дохода, так и на размере задействованного капитала.

Экономическая добавленная стоимость рассчитывается по формуле:

$$EVA = EBIT(1 - C_{\text{шт}}) - WACC \times K,$$

где EBIT — величина дохода до уплаты налогов и процентов — операционная прибыль до налогообложения; K — величина капитала; $C_{\text{шт}}$ — ставка налогообложения дохода; WACC — средневзвешенная стоимость капитала фирмы (рассчитывается с учетом налогового эффекта от уплаты процентов за кредит).

Расчет EVA представлен в табл. 10.38.

Таблица 10.38. Расчет экономической добавленной стоимости (EVA)

	2004 г.	2005 г.	2006 г.
Задействованный капитал	6355	6268	6668
Средневзвешенная стоимость капитала	0,04	0,04	0,04
Стоимость капитала	244,6675	241,318	256,718
Операционная прибыль до налогообложения	2020	3534	4898
Экономическая добавленная стоимость	1775	3293	4641
Дисконтированная экономическая добавленная стоимость в течение прогнозного периода	1710	3053	4144
Дисконтированная экономическая добавленная стоимость после прогнозного периода		107636	
Совокупная дисконтированная добавленная стоимость		116543	

Таким образом $EVA = 116\,543$ тыс. евро.

Стоимость компании, рассчитанная методом дисконтирования денежных потоков, существенно отличается от этого значения. Это объясняется тем, что компания привлекает и использует огромные средства (кредиторская задолженность) практически бесплатно. С одной стороны, это выгодно для компании. Однако в рамках финансового анализа была отмечена необходимость снижения значения задолженности для уменьшения зависимости от внешних источников финансирования.

Теперь основной задачей будет определить, как оперируя этими двумя существенно отличающимися значениями, рассчитать реальную стоимость компании. Для этого предлагается учитывать положительный эффект от использования кредиторской задолженности, т. е. скорректировать значение стоимости, полученной методом дисконтирования денежных потоков. Необходимо определить тот размер кредиторской задолженности, который позволяет быть независимыми от внешних источников финансирования, определить отношение нормального размера задолженности к фактической и в зависимости от этого отношения увеличить стоимость фирмы, рассчитанную методом дисконтирования.

Для того чтобы компания не зависела от внешних источников, необходимо, чтобы значение коэффициента задолженности, показывающего соотношение заемных и собственных средств, было равно 0,7.

В нашем случае значение коэффициента колебалось от 3,5 до 5,5%, поэтому возьмем среднее значение, равное $K_{з\text{факт}} = 4\%$. Оно превышает нормальное значение коэффициента в 5,7 раза ($4\%/0,7 = 5,714$).

Поэтому расчетная стоимость фирмы ПМ с учетом обоих методов расчета составит:

$$C_{\phi} = 40\,352 + 116\,543/5,7 = 60\,798 \text{ тыс. евро.}$$

На сегодняшнюю стоимость оцениваемой компании, как отмечалось выше, могут повлиять синергический эффект и две новые стратегии.

Расчет совокупного синергического эффекта представлен в табл. 10.39.

Таким образом, сегодняшняя стоимость всех возможных вариантов получения синергического эффекта равна 31 545 тыс. евро.

Стоимость компании отличается от возможной цены сделки на величину премии за приобретение. То есть компания может стоить 100 денежных единиц, однако в том случае, если покупатель ее приобретает, он ожидает получить некий синергический эффект и готов приобрести ее за 120 денежных единиц. При этом премия и будет составлять разницу между этими значениями, т. е. 20 денежных единиц.

Таким образом, для определения возможной цены покупки необходимо к сегодняшней стоимости компании прибавить сегодняшнюю величину предполагаемых синергических эффектов (см. табл. 10.40).

Премия к стоимости фирмы составила 31 545 тыс. евро, а итоговая рекомендуемая цена — 92 342 тыс. евро.

Компания ПМ была приобретена за 80 млн евро. В итоге сделка оказалась выгодной и для покупателей (ИК), и для сегодняшних владельцев ПМ. ИК готова была приобрести компанию ПМ за 92,3 млн евро, а заплатила 80 млн евро,

Таблица 10.39. Оценка сегодняшней ценности предстоящих синергетических эффектов и выгод от новых стратегий, тыс. евро

Вариант	Первоначальная выгода		Ежегодные поступления средств / сокращение издержек				Итого сегодняшняя выгода от реализации варианта
	первоначальная выгода без учета налога на прибыль	первоначальная выгода с учетом налога на прибыль	ежегодные поступления средств/сокращения издержек	ежегодные поступления средств/сокращения издержек с учетом налога на прибыль	коэффициент дисконтирования (WACC)	Сегодняшняя величина будущих поступлений от реализации варианта	
1	2	$3 = 2 \times 0,7$	4	$5 = 4 \times 0,7$	6	$7 = 5/6$	$8 = 3 + 7$
Синергия 1	2400	1680	200	140	0,0385	3636	5316
Синергия 2	1800	1260	150	105	0,0385	2727	3987
Синергия 3	900	630	750	525	0,0385	13636	14266
Синергия 4	0	0	0	0	0,0385	0	0
Стратегия 1	2100	1470	175	122,5	0,0385	3182	4652
Стратегия 2	1500	1050	125	87,5	0,0385	2273	3323
Итого							31545

Таблица 10.40. Расчет итоговой цены сделки

Составляющая цены	Значение цены, тыс. евро
Стоимость компании	60798
Синергия 1	5316
Синергия 2	3987
Синергия 3	14266
Синергия 4	0
Стратегия 1	4652
Стратегия 2	3323
Цена сделки, итого	92342

экономив 12,3 млн евро. Собственники ПМ могли продать свою компанию за 60,8 млн евро, а продали за 80 млн евро, их выгода составила 19,2 млн евро. Таким образом, обе стороны остались в выигрыше от сделки, чем обязаны синергическому эффекту, возникающему при слиянии компаний.

10.5. Оценка рыночной стоимости пакетов акций

В условиях рыночной экономики бесперебойное формирование финансовых ресурсов, их наиболее эффективное инвестирование и целенаправленное использование обеспечиваются с помощью финансового рынка. Он представляет собой особую форму организации движения денежных средств в экономике и функционирует как в виде рынка ценных бумаг, так и в виде рынка ссудных капиталов.

Объективной предпосылкой функционирования финансового рынка является несовпадение потребности в финансовых ресурсах у того или иного субъекта

с наличием источников удовлетворения этой потребности. Сплошь и рядом денежные средства есть в наличии у одних владельцев, а инвестиционные потребности возникают у других. Для аккумуляции временно свободных денежных средств и эффективного их использования и предназначен финансовый рынок.

Аккумуляция временно свободных денежных средств и их инвестирование в затраты осуществляются посредством обращения на финансовом рынке ценных бумаг, одним из видов которых является акция.

В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. (ред. от 7 марта 2005 г.) № 39-ФЗ под акцией понимается эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации. Акции выпускаются на всю сумму уставного капитала общества. Если в результате хозяйственной деятельности общества, приобретения новых основных фондов и увеличения оборотных средств стоимость имущества превысит размер первоначального уставного капитала, то на сумму превышения могут быть дополнительно выпущены акции, что приведет к увеличению соответственно уставного капитала или к повышению стоимости ранее выпущенных акций.

Акционерные общества могут выпускать акции двух категорий: обыкновенные и привилегированные.

Обыкновенная акция — это акция, которой предоставляется право на получение части дохода и имущества фирмы в остаточном порядке, т. е. после удовлетворения обязательств перед владельцами долговых ценных бумаг и привилегированных акций. Дивиденды по простым акциям не гарантируются, их может и не быть при неблагоприятных результатах хозяйственной деятельности в текущем году.

Привилегированная акция — акция, обеспечивающая получение фиксированного дивиденда, который выплачивается по усмотрению совета директоров компании. Предоставляет право на активы фирмы после удовлетворения претензий владельцев долговых обязательств, но перед возмещением доли обыкновенных акционеров.

По своей природе привилегированные акции представляют собой нечто среднее между задолженностью и собственным капиталом в форме обыкновенных акций. Однако по своему статусу они все-таки приближаются к собственному капиталу, поэтому дивиденды по ним не освобождаются от налога для компании-эмитента и потому представляют собой денежный поток, оставшийся после уплаты налогов. Эта ценная бумага приносит владельцам выплачиваемые в денежной форме фиксированные дивиденды, но обычно не предусматривает специальной оговорки о погашении номинальной стоимости акций, что позволяет компании, выпустившей ее, вывести из обращения все привилегированные акции или их часть в течение определенного периода времени, выплачивая небольшую премию сверх номинала акции. По сравнению с владельцами обыкновенных акций позиция инвестора более благоприятна с точки зрения текущей выплаты дивидендов, а также возврата первоначальной суммы своих вложений в случае, если предприятие ликвидируется. Постоянные по своему характеру дивиденды вызывают усиление эффекта финансового рычага и колебания уровня доходов. Привиле-

гированные дивиденды могут и не выплачиваться, если прибыль компании отсутствует или очень мала. Такое положение негативно сказывается на стоимости акций.

Следующим важным моментом является определение размера пакета акций. И здесь выделяется два их вида: контрольный и неконтрольный (миноритарный) пакеты акций. Под контрольным пакетом подразумевается владение более 50% акций предприятия, дающих владельцу право контроля над компанией. Но на практике, если акции компании распылены, этот процент может быть значительно меньшим. Миноритарный пакет определяет владение менее 50% акций предприятия. Такое деление обусловлено тем, что в зависимости от величины пакета оценщик при выводе итоговой стоимости устанавливает различные поправки (премии и скидки: скидка за неконтрольный характер, премия контроля, скидка на недостаточную ликвидность), влияющие на ее величину. А размер скидок и премий обусловлен применяемыми методами оценки. Разграничение по видам пакетов будет зависеть от конкретной ситуации на фирме. Так, например, 25%-ный пакет акций может быть неконтрольным, а может быть и контрольным. Понятно, что подобная проблема создает определенные сложности в процессе оценки. Таким образом, прежде чем осуществлять оценку, надо провести анализ всей компании и выявить наличие других акционеров помимо акционера-заказчика.

В соответствии с российским законодательством акция и пакет акций могут выступать объектами различных сделок. В силу это они являются товаром и обладают следующими особенностями.

В отличие от обычного товара акция или пакет акций могут иметь ограничения в смене владельца. Это ограничения определяются типом акционерного общества (ОАО или ЗАО), видом акции. Так, при продаже акций ЗАО следует соблюсти очередность предложения.

Одна акция является более ликвидным товаром, чем пакет акций. Однако если инвестор располагает достаточными суммами средств, то он скорее предпочтет приобрести пакет акций, нежели одну акцию, но только в том случае, если компания прибыльна, рентабельна и имеет большие перспективы развития.

Когда речь идет об акции или пакете акций как товаре, возникают основания для заключения различного рода сделок с ними. Заключение тех или иных сделок предопределяет определение стоимости акции или пакета акций. Определение стоимости осуществляется в процессе оценки стоимости акций. Процесс оценки стоимости акции — это процесс определения рыночной стоимости акции на основе ожидаемого риска и предполагаемого дохода.

Оценка акций необходима и обязательна (в соответствии с Федеральным законом «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» № 135-ФЗ от 29 июля 1998 г.) в следующих случаях:

- при осуществлении сделок по купле-продаже акций;
- при конвертации акций, слиянии или разделении акционерных обществ;
- при переуступке долговых обязательств;
- при внесении акций в уставный капитал другого юридического лица;
- при залоге;
- при ликвидации компаний;

- при составлении брачных контрактов и разделе имущества разводящихся супругов, если в состав этого имущества входят акции;
- при выкупе имущества у собственников для государственных или муниципальных нужд, если в состав этого имущества входят акции;
- при передаче акций в доверительное управление.

Процедура оценки акций прежде всего подразумевает четкое определение вида стоимости, подлежащего оценке.

Акции имеют следующие виды стоимости:

- *номинальная* стоимость (номинал), которая определяется путем деления суммы уставного капитала на количество выпущенных акций. На основе номинальной стоимости определяется эмиссионная и рыночная стоимость акций и дивиденды, а также сумма, выплачиваемая акционеру в случае ликвидации общества;
- *эмиссионная* стоимость — это стоимость первичного размещения акций, которая может отличаться от номинальной как в большую, так и в меньшую сторону;
- *балансовая* стоимость представляет собой метод измерения акционерного капитала компании; она является показателем бухгалтерского учета, который широко используется при изучении финансовой деятельности компании и при оценке акций; балансовая стоимость определяется путем вычитания суммы обязательств компании и капитала, внесенного владельцами привилегированных акций, из общей суммы активов компании;
- *ликвидационная* стоимость — это сумма активов компании, оставшаяся бы в случае реализации или аукционной продажи активов и погашения за счет полученных средств обязательств и выплат по привилегированным акциям; очевидно, что до тех пор, пока ликвидация действительно не происходит, этот показатель является не более чем оценочным в определении возможной стоимости компании в случае наступления соответствующих обязательств; в то время как данный показатель исключительно важен при выкупе компании ее персоналом за счет заемных средств и для специалистов в области операций поглощения компаний, его сложно определить индивидуальному инвестору, и по существу он не представляет существенного интереса для него, так как рядовой инвестор рассматривает компанию как «вечно действующую»;
- *инвестиционная* стоимость — это стоимость, по которой, с точки зрения инвестора, должна продаваться ценная бумага на фондовом рынке в соответствии с ее характеристиками; любая акция имеет два потенциальных источника дохода: ежегодные выплаты по дивидендам и прирост капитала, который образуется благодаря повышению рыночного курса акции; оценивая инвестиционную стоимость, инвесторы пытаются определить, сколько средств они смогут получить из этих двух источников, а затем используют свои оценки как основу для определения потенциала доходности акции, одновременно стараясь оценить объем риска, которому они будут подвержены в период владения акциями. Сочетание полученной информации с расчетами доходности и риска позволяет им определить инвестиционную стоимость акции. Эта оценка является максимальной ценой, которую они могли бы заплатить за акцию;

- *рыночная* стоимость — цена реализации акций на фондовой бирже, которая зависит от соотношения спроса и предложения, определяется размером получаемого по акциям дивиденда, темпами изменения капитального прироста стоимости акций, биржевой конъюнктурой, общим состоянием рынка ценных бумаг и т. д.;
- *расчетная* стоимость — цена акции определяется по результатам технического анализа и моделирования курсовой стоимости акции. Основными ценообразующими факторами являются индекс изменения соотношения цена/прибыль и индекс роста «чистой курсовой стоимости». При этом строится трендовая модель, отражающая математический закон, и находится определенный коридор значений, в котором через определенный промежуток времени с определенной вероятностью будет находиться рыночная цена акции.

Строго говоря, рыночной стоимостью могут обладать акции, во-первых, приносящие доход акционеру и, во-вторых, обращающиеся на фондовом рынке (биржевом и внебиржевом).

Таким образом, каждый вид стоимости может быть определен различными методами исходя из поставленной задачи по оценке, ее назначения и вариантов использования ее результатов.

На выбор тех или иных методов оценки пакета акций существенное влияние оказывают наличие и доступность информации. Так, если доступен весь объем внутренней (данные бухгалтерской отчетности с приложениями) и внешней информации о компании, а также заказчик предпочитает основательность результатов оценки, то применяются методы трех подходов: затратного, доходного и сравнительного, в основе которых лежит определение рыночной стоимости всего акционерного капитала. Если осуществляется оценка акций или пакета акций компании, внутреннюю информацию о которой невозможно получить, но при этом ее акции котируются на бирже, используется подход сравнительного анализа продаж.

Подробная характеристика названных подходов и методов дана нами в главах 5–7, поэтому мы сразу перейдем к оценке рыночной стоимости пакета акций ЗАО «XXX».

Уставной капитал общества — 40 511 976 руб. Количество акций — 50 639 970 обыкновенных именных акций номинальной стоимостью 0,80 руб. каждая акция. Распределение акций: ОАО «Z» — 62% (31 396 785 шт.); ОАО «V» 28% (14 179 185 шт.) и ОАО «N» — 10% (5 064 000 шт.).

Основные показатели финансово-хозяйственной деятельности ЗАО «XXX» представлены в табл. 10.41.

Сведения о кредиторской и дебиторской задолженности представлены в табл. 10.42.

Сведения о размере чистых активов ЗАО «XXX» представлены в табл. 10.43.

Общество в настоящий момент не осуществляет перспективного планирования своей деятельности, нет долгосрочного бизнес-плана, поэтому отсутствуют источники информации для применения метода дисконтированных денежных потоков. Имеется только ретроспективная информация о деятельности общества. Поэтому целесообразно использовать метод капитализации прибыли.

Чистая прибыль общества за 2004 г. составила 24 464 тыс. руб. Возможность установить средний уровень роста чистой прибыли в год на основе прямого анализа данных о чистой прибыли общества отсутствует ввиду крайней нестабиль-

Таблица 10.41. Основные показатели финансово-хозяйственной деятельности

№ п/п	Наименование показателей	Ед. изм.	2004 г.	В процентах к 2003 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.
1	Выручка от реализации услуг	тыс. руб.	161573	101,37	84535	102053	129430	159385
2	Доходы от основной деятельности	тыс. руб.	161573	101,37	84535	102053	129430	159385
3	Прочие доходы	тыс. руб.	2596	62,03	2462	2992	610	4185
4	Объем реализации услуг населению	тыс. руб.	103242	110,80	43303	54071	80932	93182
5	Затраты на производство	тыс. руб.	119096	113,31	62084	72984	85870	105103
6	Рентабельность основной деятельности	%	35,67	69,06	36,16	39,83	50,73	51,65
7	Рентабельность продаж	%	26,29	77,19	26,56	28,48	33,65	34,06
8	Рентабельность финансово-хозяйственной деятельности	%	20,65	80,02	20,15	2,74	25,07	25,81
9	Себестоимость 1 руб. доходов	руб.	0,74	111,78	0,73	0,72	0,66	0,66
10	Прибыль от деятельности общества (до налогообложения)	тыс. руб.	33898	80,31	17529	2882	32600	42209
11	Чистая прибыль	тыс. руб.	24464	79,26	12726	-3620	25692	30865
12	Общий объем капвложений, в том числе СМР	тыс. руб.	46272	101,68	8616	36122	29621	45506

ности уровня чистой прибыли общества. Но можно условно принять уровень чистой прибыли, достигнутый в 2004 г., как стабильно растущий в последующие годы с темпом роста 7%.

При определении ставки капитализации можно основываться на стоимости привлечения инвестиций обществом, а именно 16%.

Таким образом:

$$\text{Оцененная стоимость} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Ставка капитализации} - \text{Темп роста}} = \frac{24\,464}{16\% - 7\%} = 272 \text{ млн руб.}$$

Стоимость 100% пакета акций компании по методу капитализации прибыли составляет 272 млн руб.

ЗАО «XXX» каждый год производит переоценку своих активов по рыночной стоимости с целью сделать свою балансовую стоимость более информативной для собственников. Можно принять стоимость основных средств равной их рыночной стоимости. Отсутствует уверенность, что общество располагает сколько-нибудь

Таблица 10.42. Сведения о кредиторской и дебиторской задолженности

№ п/п	Наименование показателей	Ед. изм.	2004 г.	в процентах к 2003 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.
1.	Валовая выручка	тыс. руб.	161573	1,37	84535	102053	129429	159385
2	Дебиторская задолженность, всего	тыс. руб.	12670	-20,56	13438	13710	12327	15948
	в процентах к валовой выручке	%	7,84	-21,63	15,90	13,43	9,52	10,01
3	Дебиторская задолженность за услуги, всего	тыс. руб.	12196	14,74	5838	7320	8847	10629
	в процентах к общей сумме дебиторской задолженности	%	96,26	44,43	43,44	53,40	71,77	66,65
4	Структура дебиторской задолженности по:							
	юридическим лицам за услуги населению за услуги	тыс. руб.	4292	-11,19	2603	3326	3460	4832
	сотрудникам общества (ссуды, займы)	тыс. руб.	5951	14,67	3235	3994	5347	5189
	поставщикам, подрядчикам и пр. возмещению из бюджета (льготы)	тыс. руб.	401	-14,61	881	893	619	469
		тыс. руб.	900	-83,38	5109	4544	2821	5414
		тыс. руб.	1954	221,51	1611	953	40,41	607
5	Просроченная дебиторская задолженность	тыс. руб.	3370	12,51	2564	0,00	2727	2994
6	Кредиторская задолженность, всего	тыс. руб.	67866	4,23	51046	82663	68309	65111
	в том числе:							
	по услугам связи	тыс. руб.	7494	8,29	1526	5742	4825	6920
	по заключенным договорам и контрактам, в том числе займы	тыс. руб.	58039	15,83	45138	73436	57878	50109
	Прочее	тыс. руб.	2333	-71,14	4383	3485	5607	8081,69
7	Просроченная кредиторская задолженность	тыс. руб.			276	161	100	

ценными нематериальными активами, которые будут пользоваться спросом на рынке, поэтому нематериальные активы при расчете стоимости не учитываем.

Стоимость незавершенного производства примем равной рыночной. Отложенные налоговые активы принимаем в расчет по балансовой стоимости. Запасы примем в расчет на уровне 50% их балансовой стоимости ввиду большой доли в них

Таблица 10.43. Сведения о размере чистых активов общества

№ п/п		Ед. изм.	2004 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.
1	Сумма чистых активов	тыс. руб.	123847,00	47835,94	43316,84	69045,67	99900,70
2	Уставный капитал	тыс. руб.	40511,98	40511,98	40511,98	40511,98	40511,98
3	Резервный фонд	тыс. руб.	6076,79	0,00	0,00	6076,79	6976,79
4	Отношение чистых активов к уставному капиталу	%	305,70	118,08	106,93	170,43	246,60
5	Отношение чистых активов к сумме 2 + 3	%	265,83	118,08	106,92	170,43	214,43

расходов будущих периодов и присутствия «непонятной» готовой продукции и товаров для перепродажи. НДС по приобретенным ценностям — 100%; уровень невозврата дебиторской задолженности — 1%; денежные средства — 100%. Исходя из того, что общество будет работать и полностью погашать свои обязательства, обязательства принимаем в расчет в размере 100%.

Расчет стоимости 100% пакета акций на основе стоимости активов приведен в табл. 10.44.

Таблица 10.44. Расчет стоимости 100% пакета акций на основе стоимости активов

№ п/п		
I	АКТИВЫ	
1	Нематериальные активы	0
2	Основные средства	162837
3	Незавершенное строительство	4612
4	Доходные вложения в материальные ценности	0
5	Долгосрочные и краткосрочные финансовые вложения	0
6	Прочие внеоборотные активы	847
7	Запасы	2048
8	Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	3880
9	Дебиторская задолженность	12543
10	Денежные средства	3206
11	Прочие оборотные активы	0
12	Итого активы, принимаемые к расчету	189973
II	ПАССИВЫ	
13	Долгосрочные обязательства по займам и кредитам	29112
14	Прочие долгосрочные обязательства	2236
15	Краткосрочные обязательства по займам и кредитам	18080
16	Кредиторская задолженность	20674
17	Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов	0
18	Резервы предстоящих расходов	0
19	Прочие краткосрочные обязательства	0
20	Итого пассивы, принимаемые к расчету	70102
21	Стоимость чистых активов акционерного общества (стр. 12 – стр. 20)	119871

Стоимость 100% пакета акций **на основе стоимости активов** равна 120 млн руб.

Метод рынка капиталов требует нахождения компаний-аналогов, акции которых торгуются на фондовой бирже. В качестве таких компаний были отобраны 6 компаний, по которым имеется следующая информация (табл. 10.45).

Таблица 10.45. Данные по компаниям-аналогам, тыс. руб.

Эмитент	Чистые активы	Баланс	Выручка (нетто)	Чистая прибыль	Капитализация
ОАО «ЦТ»	15113943	44519761	24963116	397711	16147582,613
ОАО «СЗ»	14604843	25353066	15355680	1326987	15323689,345
ОАО «ВТ»	14592448	28209512	18604604	2056268	56730684,845
ОАО «ЮТ»	12421752	43366188	16752576	276649	7700175,123
ОАО «СТ»	10503683	25194025	19039837	641012	22703052,776
ОАО «Д»	4599513	11086758	8938445	1144189	5732973,631

Были проанализированы показатели деятельности компаний за 2004 г. в сравнении с их капитализацией (табл. 10.46).

Таблица 10.46. Показатели деятельности компаний-аналогов

Эмитент	<i>P/ЧА</i>	<i>P/S</i>	<i>P/E</i>	<i>P/A</i>
ОАО «ЦТ»	1,07	0,65	40,60	0,36
ОАО «СЗ»	1,05	1,00	11,55	0,60
ОАО «ВТ»	3,89	3,05	27,59	2,01
ОАО «ЮТ»	0,62	0,46	27,83	0,18
ОАО «СТ»	2,16	1,19	35,42	0,90
ОАО «Д»	1,25	0,64	5,01	0,52
Среднее	1,67	1,16	24,67	0,76

Составим сводную таблицу показателей деятельности и хозяйственного положения ЗАО «XXX» (табл. 10.47).

Вычислим стоимость 100% пакета акций ЗАО «XXX» методом рынка капиталов с применением мультипликаторов *P/ЧА* (капитализация по отношению к чистым активам); *P/S* (капитализация по отношению к выручке); *P/E* (капитализация по отношению к чистой прибыли).

$E = 24\ 463$ тыс. руб.

$S = 161\ 573$ тыс. руб.

$ЧА = 123\ 847$ тыс. руб.

$P/E = 24,67$ стоимость 100% пакета акций 603 420

$P/S = 1,16$ 188 165

$P/ЧА = 1,67$ 207 094

Оценочная стоимость 100% тыс. ден. ед. 332 893 RUR.

Аналогичным образом рассчитали мультипликаторы по ЗАО «XXX» (поскольку сделка — покупка 62% акций компании — осуществлена с акциями самого ЗАО) и получили оценочную стоимость 100% акций **по методу сделок**, равную 320 296 RUR.

Сравнивая полученную стоимость по методу сделок и по методу рынка капитала, можно отметить практическую идентичность результатов.

Теперь встает задача вычисления стоимости 28% пакета акций. Для вычисления стоимости данного пакета необходимо учесть степень контроля над ЗАО, ко-

Таблица 10.47. Показатели хозяйственной деятельности ЗАО «XXX»

№ п/п	Показатель	Значение показателя, тыс. руб.
1	Выручка	161573
2	Себестоимость продукции	119096
3	Амортизация	16435
4	Маржа 1	58912
5	Коммерческие и управленческие расходы	0
6	Маржа 2	58512
7	Прочие операционные доходы	921
8	Прочие операционные расходы	4960
9	Маржа 3	54873
10	Внереализационные доходы	1674
11	Внереализационные расходы	6022
12	Маржа 4 = Прибыль до амортизации, уплаты налогов и процентов (<i>EBITDA</i>)	50525
13	Амортизация	16435
14	Маржа 5 = Прибыль до уплаты налогов и процентов (<i>EBIT</i>)	34090
15	Проценты к получению	0
16	Проценты к уплате	192
17	Доходы от участия в других организациях	0
18	Маржа 6 = Прибыль до налогообложения (<i>EBT</i>)	33898
19	Налог на прибыль	8427
20	Отложенные налоговые активы	60
21	Отложенные налоговые обязательства	1068
22	Чистая прибыль (<i>E, NI</i>)	24463
23	Количество акций, шт	50640
24	Чистая прибыль на акцию (<i>EPS</i>), руб.	0,48
25	Выручка на акцию (<i>SPS</i>)	3,19
26	Денежный поток (<i>CF</i>)	40898
27	Балансовая стоимость компании (ЧА)	123847

торый дает этот пакет. Степень контроля различных пакетов акций описывается табл. 10.48.

Корректировка оценки, произведенной методом капитализации прибыли:

Стоимость 100% пакета – 272 млн руб.

Стоимость 100% пакета без контроля – 165 млн руб.

Стоимость 28% пакета без контроля – 46 млн руб.

Стоимость 28% пакета – 62 млн руб.

Стоимость 28% пакета с учетом скидки за неликвидность 30% – 43 млн руб.

Корректировка оценки, произведенной методом накопления активов:

Стоимость 100% пакета – 120 млн руб.

Стоимость 100% пакета без контроля – 73 млн руб.

Стоимость 28% пакета без контроля – 21 млн руб.

Стоимость 28% пакета – 27 млн руб.

Стоимость 28% пакета с учетом скидки за неликвидность 30% – 19 млн руб.

Таблица 10.48. Доля контроля различных пакетов акций

№ п/п	Структура акционерного капитала	Доля контроля пакета 75%	Доля контроля пакета 50% + 1	Доля контроля пакета 25% + 1	Доля контроля миноритарного пакета	
					дружественный крупнейшему пакету	недружественный крупнейшему пакету
1	Абсолютно контрольный пакет принадлежит одному владельцу	1			0,0	0,0
2	Есть контрольный пакет, остальные пакеты расплывлены (нет стратегических альянсов)		1		0,0	0,0
3	Есть контрольный пакет и невраждебный блокирующий альянс		0,9–0,85		0,1–0,15	0,0
4	Есть контрольный пакет и враждебный блокирующий альянс, нет блокирующего пакета		0,9–0,6		0,0–0,1	0,1–0,3
5	Есть блокирующий и контрольный пакеты		0,8–0,65	0,2–0,35	0,0	0,0
6	Есть только блокирующий пакет, остальные акции равномерно распределены между дружественными и враждебными акционерами			0,8–1	0,15– 0,0	0,05–0,0
7	Есть блокирующий пакет и дружественный альянс, которые вместе имеют контрольный пакет			0,6–0,8	0,3–0,1	0,1
8	Есть блокирующий пакет и дружественный альянс, которые вместе составляют абсолютно блокирующий пакет (75% + 1)			0,7–0,85	0,3–0,15	0
9	Есть только блокирующий пакет и враждебный контрольный альянс			0,3–0,6	0,05	0,65–0,35
10	Все пакеты расплывлены				Контроль находится у топ-менеджеров, а значит, приходится на принадлежащие им пакеты	
11	Стратегических пакетов нет, но есть стратегические альянсы	Альянсы условно считаются пакетами, сначала определяются доли контроля альянсов, после этого — доля контроля внутри этих альянсов (в соответствии с таблицей выше)				

Корректировка оценки, произведенной методом сделок:

Стоимость 100% пакета — 320 млн руб.

Стоимость 100% пакета без контроля — 194 млн руб.

Стоимость 28% пакета без контроля — 54 млн руб.

Стоимость 28% пакета — 73 млн руб.

Стоимость 28% пакета с учетом скидки за неликвидность 30% — 50 млн руб.

Корректировка оценки, произведенной методом рынка капитала:

Стоимость 100% пакета (без контроля) — 333 млн руб.

Стоимость 28% пакета без контроля — 93 млн руб.

Стоимость 28% пакета — 126 млн руб.

Стоимость 28% пакета с учетом скидки за неликвидность 30% — 88 млн руб.

Стоимость пакета акций на основе сравнительного подхода можно вычислить с помощью взвешивания. Учитывая, что при методе сделок использовалась информация о цене сделки с акциями самого ЗАО «XXX», а также то, что в методе рынка капиталов использовалась информация по компаниям-аналогам, значительно отличающимся масштабами деятельности, примем весовые коэффициенты 90% и 10%, соответственно.

Таким образом, сравнительный подход дал стоимость пакета акций 54 млн руб.

Итоговая стоимость пакета акций находится на основе взвешивания со следующими весовыми коэффициентами:

Доходный подход 15% — 6 млн руб.

Подход на основе стоимости активов 15% — 3 млн руб.

Сравнительный подход 70% — 38 млн руб.

Итоговая стоимость 28% пакета акций ЗАО «XXX» с учетом скидки за недостаточный контроль и низкую ликвидность составляет 47 млн руб.

10.6. Определение рыночной стоимости открытого акционерного общества для совершения сделки купли-продажи

Открытое акционерное общество «ЗЦМ» является коммерческой организацией, действующей на основании Федерального закона «Об акционерных обществах», иного законодательства и нормативных правовых актов РФ и Устава.

В процессе проведения анализа финансового состояния ОАО «ЗЦМ» выявлено:

1. На протяжении анализируемого периода общество не испытывало значительных трудностей в осуществлении хозяйственно-финансовой деятельности. Основная деятельность в целом была прибыльной.
2. На начало четвертого квартала 2004 г. ОАО «ЗЦМ» характеризуется: положительным чистым оборотным капиталом; невысокой ликвидностью; средней финансовой устойчивостью; финансовой независимостью и деловой активностью; увеличением объемов привлекаемых заемных средств; возрастанием периода оборота дебиторской задолженности; нестабильными денежными потоками и т. д. Общая оценка финансового положения Общества — удовлетворительная.

Поскольку ОАО «ЗЦМ» имеет в своем составе активы, рыночная стоимость которых может быть достаточно точно определена, затратный подход для его оценки применялся как основной.

Так как предприятие не эффективно использует свою производственную базу, результаты финансовой деятельности предприятия носят не устойчивый характер (величина чистой прибыли принимает отрицательное значение), то прогнозирование денежного потока возможно со значительным количеством предположений и допущений, что неизбежно приведет к значительной погрешности полученного результата. Поэтому для оценки предприятия в рамках доходного подхода использовалась модель Эдвардса–Белла–Ольсона (ЕВО).

Преимущества модели *ЕВО*:

1. Данная модель гармонично сочетает в себе затратный (поскольку в формуле присутствуют чистые активы) и доходный (так как предполагает прогнозирование чистой прибыли в будущем периоде и приведение ее к текущему моменту) подходы к оценке.
2. Модель освобождает от поиска большого количества информации для проведения оценки, так как данные о стоимости чистых активов и чистой прибыли содержатся в стандартной бухгалтерской отчетности предприятия. Не требуется проведения громоздких расчетов прогнозных значений дивидендов, чистого денежного потока и т. д. на долгосрочную перспективу.
3. Стоимость, рассчитанная по модели *ЕВО*, обладает низкой степенью чувствительности к изменению ставки дисконтирования.
4. Модель *ЕВО* наглядно демонстрирует эффективность использования чистых активов компании посредством механизма сверхдоходов: если сверхдоходы отрицательны, то стоимость предприятия ниже, чем его чистые активы, которые, как следствие, используются неэффективно; а если сверхдоходы положительны, то стоимость выше чистых активов, что свидетельствует об их эффективном использовании.

Использование сравнительного подхода для оценки оказалось невозможным в связи с отсутствием достоверной рыночной информации по сопоставимым компаниям, а также информации по рыночной котировке акций предприятий родственного профиля и сравнимых с оцениваемым предприятием.

Расчет рыночной стоимости ОАО «ЗЦМ» затратным подходом (методом накопления активов)

Оценка статей баланса, участвующих в расчете стоимости чистых активов, производится в валюте РФ по состоянию на 1 января 2005 г.

Активы предприятия представлены главным образом основными средствами, которые составляют 35% от валюты баланса. Структура основных фондов предприятия представлена в табл. 10.49.

Скорректированная стоимость зданий и сооружений составляет на 1 января 2005 г. 193 054 385 руб. (без учета НДС).

Стоимость машин и оборудования, транспортных средств, производственного и хозяйственного инвентаря не корректировалась, так как не было представлено никакой информации о прочих основных средствах, и составляет 12 140 000 руб.

Стоимость основных средств, с учетом проведенных корректировок на 1 января 2005 г. составляет 205 194 385 руб.

Балансовая стоимость незавершенного строительства по состоянию на 1 января 2005 г. — 43 тыс. руб.

Таблица 10.49. Структура основных фондов ОАО «ЗЦМ»

	Полная стоимость, тыс. руб.	Остаточная стоимость на 01.01.2005 г., тыс. руб.	В процентном отношении
Здания	21048	14967	53
Сооружения	1633	1161	4
Машины и оборудование в том числе, силовые рабочие информационные из них вычислительная техника	11915 3253 7174 1488 529	8473 2313 5101 1059 376	30
Транспортные средства	2304	1638	6
Производственный и хозяйственный инвентарь и др., не перечисленные фонды	2849	2029	7
Итого	39749	28268	100

Нематериальные активы, краткосрочные и долгосрочные финансовые вложения на 1 января 2005 г. у оцениваемого предприятия отсутствуют.

Оценка производственных запасов проводилась по текущей стоимости с учетом затрат на транспортировку и складирование, устаревшие запасы при этом списываются. К стоимости запасов сырья и материалов применялась 20% скидка за низкую ликвидность. Аналогичная скидка применялась при расчете стоимости затрат в незавершенном производстве.

В табл. 10.50 представлена стоимость запасов предприятия с учетом корректировок.

Таблица 10.50. Стоимость запасов предприятия

Запасы	Балансовая стоимость, тыс. руб.	Откорректированная стоимость, тыс. руб.
Сырье, материалы и другие аналогичные ценности	12644	10115
Товары отгруженные	–	–
Готовая продукция	8849	8849
Расходы будущих периодов	814	814
Затраты в незавершенном производстве	1894	1515
Итого	24201	21293

Налог на добавленную стоимость по приобретенным активам составляет 3563 тыс. руб.

Краткосрочная дебиторская задолженность – 15 614 тыс. руб. Долгосрочной дебиторской задолженности нет. Коэффициент дисконтирования – 8,5%, рыночная стоимость дебиторской задолженности – 14 346 тыс. руб. Денежные средства – 761 тыс. руб. Отложенные налоговые активы – 8768 тыс. руб. Внеоборотные активы – 248 тыс. руб.

Кредиторская задолженность у оцениваемого предприятия – 55 565 тыс. руб., долгосрочные обязательства составляют 28 700 тыс. руб.

Определение рыночной стоимости ОАО «ЗЦМ» методом чистых активов представлено в табл. 10.51.

Таблица 10.51. Определение рыночной стоимости методом чистых активов, тыс. руб.

Показатели	Первый квартал 2005 г.	Откорректированная стоимость на 1.01.2005 г.
Активы		
НМА	–	–
Основные средства	28268	205194
Незавершенное строительство	43	43
Долгосрочные финансовые вложения	–	–
Отложенные налоговые активы	8768	8768
Прочие внеоборотные активы	248	248
Запасы	24201	21293
НДС	3563	3563
Дебиторская задолженность	15614	14346
Краткосрочные финансовые вложения	–	–
Денежные средства	761	761
Прочие оборотные активы	–	–
Гудвил	–	–
Итого активы	81466	254217
Пассивы		
Целевые поступления и финансирование	–	–
Заемные средства	28700	28700
Отложенные налоговые обязательства	–	–
Кредиторская задолженность	55565	55565
Расчеты по дивидендам	–	–
Доходы будущих периодов	–	–
Прочие пассивы	–	–
Итого пассивы	84265	84265
Стоимость чистых активов	–2799	169952

Стоимость ОАО «ЗЦМ», рассчитанная затратным подходом, составляет 169 952 000 руб.

Расчет рыночной стоимости ОАО по модели Эдвардса–Белла–Ольсона в рамках доходного подхода

Модель Ольсона базируется на трех основных предположениях.

1. Цена компании равна текущей стоимости ожидаемых дивидендов:

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[d_{t+i}]}{(1+r)^i},$$

где $dt + i$ – поток дивидендов в момент времени $t + i$; r – стоимость обслуживания собственного капитала компании, ставка дисконтирования; $E_t[...]$ – математическое ожидание переменной, т. е. ее наиболее вероятное значение.

Приведенное равенство представляет собой стандартную модель дисконтирования дивидендов Гордона–Шапиро, частным случаем которой и является модель Ольсона.

2. Соотношение чистого прироста:

$$b_t = b_{t-1} + x_t - d_t,$$

где b_t — стоимость чистых активов в момент времени t ; b_{t-1} — стоимость чистых активов в момент времени $t - 1$; x_t — чистая прибыль за период от $t - 1$ до t ; d_t — дивиденды в момент времени t .

3. Выразив d_t из предыдущего равенства и подставив это в *DDM*, получим следующее выражение:

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[b_{t+i-1} + x_{t+i} - b_{t+i}]}{(1+r)^i}.$$

Несложные математические преобразования позволяют привести данное выражение к виду:

$$P_t = b_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[x_{t+i} - r_e \cdot b_{t+i-1}]}{(1+r)^i} - \frac{E_t[b_{t+\infty}]}{(1+r)^{\infty}}.$$

Очевидно, что ожидаемое значение последнего элемента в формуле равно нулю.

Определим «остаточную прибыль», или «сверхдоходы»:

$$x_t^a = x_t - r \times b_{t-1}.$$

Следовательно, цена компании может быть определена как сумма чистых активов и текущей стоимости будущих сверхдоходов:

$$P_t = b_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[x_{t+i}^a]}{(1+r)^i}.$$

Данное равенство носит название оценки остаточной прибыли, главный недостаток ее состоит в том, что довольно сложно спрогнозировать будущие «сверхдоходы» компании, особенно на долгосрочную перспективу.

Для решения этой проблемы Ольсоном была предложена идея «линейной информационной динамики». Основным смыслом его идеи заключается в авторегрессионной связи оценочных переменных (авторегрессионная модель первого порядка), а также в возможности выразить их через имеющиеся (исторические) данные бухгалтерской отчетности:

$$x_{t+1}^a = \omega x_t^a + v_t + \varepsilon_{1,t+1};$$

$$v_{t+1} = \gamma v_t + \varepsilon_{2,t+1},$$

где v_t — информация о будущих сверхдоходах; ω и γ — постоянные параметры авторегрессии, значения которых меняются от 0 до 1; $\varepsilon_{1,t+1}$; $\varepsilon_{2,t+1}$ — остатки авторегрессии, математическое ожидание которых равно нулю.

Соединив «оценку остаточной прибыли» и линейную информационную динамику, получаем функцию для цены компании:

$$P_t = b_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t,$$

где

$$\begin{aligned} \alpha_1 &= \omega / (1 + r - \omega); \\ \alpha_2 &= (1 + r) / [(1 + r - \omega)(1 + r - \gamma)]. \end{aligned}$$

Ольсон определяет v_t термином «другая информация», которая равна разнице между ожидаемыми сверхдоходами за период времени $t + 1$, основанными на имеющейся бухгалтерской информации, и ожидаемыми сверхдоходами за текущий период:

$$v_t = E[x_{t+1}^a] - \omega x_t^a.$$

В свою очередь:

$$E[x_{t+1}^a] = E[x_{t+1}] - r b_t.$$

Таким образом, функция цены компании P_t , согласно модели Ольсона, зависит от b_{t-1} , b_t , x_t , r , ω , γ и $E[x_{t+1}]$.

Значения переменных b_{t-1} , b_t и x_t без труда можно найти в бухгалтерской отчетности.

Для определения значений параметров ω и γ некоторыми американскими экономистами были проведены статистические расчеты. Так, например, группа американских ученых — Дечоу, Хаттон и Слоан (*Dechow, Hutton, Sloan, 1998*) исследовала информацию баз данных I/B/E/S и COMPUSTAT. Полученные значения параметров ω и γ составили соответственно 0,62 и 0,32.

Результаты предварительных расчетов, основанных на финансовой информации РТС, показали, что для российской экономики значения этих параметров составили 0,77 и 0,34. Именно эти значения и использовались при оценке ОАО.

Ставка дисконтирования определялась методом CAPM. Безрисковая ставка принята на уровне 1,16%. Рыночная ставка — средняя доходность индекса РТС за 2001–2004 гг. — 11,15%.

Поскольку акции ОАО «ЗЦМ» на рынке не котируются, для определения коэффициента β использовалась формула:

$$\beta = \beta^* \frac{\overline{\beta_{\text{РФ}}}}{\overline{\beta_{\text{ЗС}}}},$$

где β — искомый β -коэффициент; β^* — β -коэффициент любой зарубежной страны по той же отрасли; $\overline{\beta_{\text{РФ}}}$ — средний β -коэффициент по какой-либо отрасли, акции которой котируются на российском рынке; $\overline{\beta_{\text{ЗС}}}$ — средний β -коэффициент по той же отрасли, что и $\overline{\beta_{\text{РФ}}}$, и в той же зарубежной стране, что и β^* .

Российский фондовый рынок достаточно ограничен. Основными представленными на рынке отраслями являются энергетика, топливная промышленность

и средства связи. В расчетах использовались данные энергетической отрасли России, а в качестве зарубежного аналога были взяты данные США.

Для расчета оценщиками были найдены шесть американских металлургических компаний: *Encore Wire Corp*; *General Cable Corp*; *Universal Stainless&Akkoy Products Inc*; *Chase Corp*; *Phelps Dodge*; *Cooper Industries Ltd* и шесть американских энергетических компаний: *Amerada Hess Corp*; *Energen Corp*; *Constellation Energy Group Inc*; *Chesapeake Energy Corp*; *CnterPoint Energy Inc*; *Energy East Corp*. В качестве российских энергетических компаний были взяты крупнейшие (по количеству проведенных сделок) российские компании (источник информации www.skrin.ru): ПАО УЭС, Мосэнерго.

На заключительном этапе расчетов по CAPM величина ставки дисконтирования корректировалась с учетом несистематических факторов риска, характерных для данного предприятия: дополнительная премия за риск вложений в малые предприятия (4%).

Таким образом, расчетная ставка дисконтирования для оцениваемого предприятия составляет на 1 января 2005 г. $12,99\% = 1,16\% + 0,7837 \times (11,15\% - 1,16\%) + 4\%$.

Результаты расчетов ставки дисконтирования представлены в табл. 10.52.

Таблица 10.52. Результаты расчета ставки дисконтирования, %

	01.01.2005 г.	01.07.2004 г.	01.04.2004 г.	01.01.2004 г.	01.01.2003 г.
Ставка рефинансирования	13,0	13,0	16,0	16,0	21,0
Инфляция	11,7	10,2	12,0	12,8	15,1
Безрисковая ставка	1,2	2,5	3,6	2,9	5,1
Среднерыночная доходность	11,1	10,3	10,1	17,2	16,8
β для нашей отрасли в США	0,8110	1,4250	0,7938	0,5909	0,6422
β для энергетики США	0,7005	0,7417	0,5089	0,4983	0,4464
β для энергетики РФ	0,6770	0,7470	0,8154	0,6226	0,6513
β для нашей отрасли в РФ	0,7837	1,4352	1,2719	0,7383	0,9369
Ставка дисконтирования	8,99	15,49	13,86	8,54	10,52
Премия за малость компании	4	4	4	4	4
Итоговая ставка дисконтирования	12,99	19,49	17,86	12,54	14,52

Динамика рыночной стоимости ОАО «ЗЦМ» по модели Ольсона отражена в табл. 10.53.

Стоимость ОАО «ЗЦМ», определенная доходным подходом, составляет 34 678 000 руб. Эта стоимость является стоимостью права владения 100%-ной долей в составе предприятия, что предполагает реализацию собственником всех экономических выгод, определяемых итоговым объемом денежного потока.

Согласование стоимости предприятия, полученной разными методами, дало следующие результаты (табл. 10.54).

Таблица 10.53. Динамика рыночной стоимости ОАО «ЗЦМ»

	Показатели	01.01.2004 г.	01.04.2004 г.	01.07.2004 г.	01.10.2004 г.
b_t	Чистые активы, тыс. руб.	24123	13975	10823	-2799
$b_t(\text{корр.})$	Скорректированные чистые активы, тыс. руб.	402228	233020	180463	169952
x_t	Чистая прибыль, тыс. руб.	-43282	-31789	-6304	-16774
$E[x_{t+1}]$	Ожидаемая чистая прибыль в следующем году, тыс. руб.	-128729	-57166	-10608	-19783
r_t	Ставка дисконтирования	19,49%	17,86%	12,54%	14,52%
ω	Вес влияния прибыли за предыдущий период	0,77	0,77	0,77	0,77
γ	Вес влияния «другой» информации	0,34	0,34	0,34	0,34
ξ	Значимость «сверхдоходов»	4,22	2,39	1,89	3,52
P_t	Стоимость предприятия, тыс. руб.	-179621	-24397	90888	34687
	Курс, руб./\$	30,3809	29,4545	29,0471	27,7487
	Стоимость предприятия, \$тыс.	-5912	-828	3129	1250

Таблица 10.54. Итоговая стоимость предприятия

Подход к оценке	Стоимость, руб.	Весовой коэффициент
Затратный подход	169951734	0,3
Доходный подход	34686802	0,7
Итоговая стоимость	75266281	

Стоимость ОАО «ЗЦМ» по состоянию на 1 января 2005 г. составляет 75 270 000 руб.

Глава 11

Практика оценки отдельных видов бизнеса

В главе рассмотрена практика оценки отдельных видов бизнеса с использованием конкретных данных.

11.1. Оценка рыночной стоимости коммерческого банка

В современных российских условиях коммерческий банк выступает, с одной стороны, как активный элемент рыночной экономики, осуществляющий функцию аккумуляции денежных средств и их предоставления во временное пользование на условиях платности, срочности и возвратности. С другой стороны, кредитные организации представляют собой своего рода новый товар, появившийся на рынке финансовой сферы, и, следовательно, как всякий товар, могут быть куплены или проданы (частично или полностью), а также могут являться объектами других рыночных сделок, разрешенных законодательством. В качестве такого товара могут выступать, во-первых, кредитная организация в целом; во-вторых, совокупность активов кредитной организации или их отдельные виды; в-третьих, обязательства и капитал кредитной организации. В некоторых случаях проводится оценка нематериальных активов и недвижимого имущества кредитной организации. В этой связи возникает необходимость определения справедливой цены сделки, в которой заинтересован как покупатель (инвестор), так и продавец (руководство кредитной организации). Оценка кредитной организации призвана определить эту цену.

Рыночная оценка коммерческого банка представляет собой целенаправленный последовательный процесс определения величины стоимости его капитала или активов в денежном выражении с учетом факторов времени, рисков и доходности.

Потребность в рыночной оценке бизнеса, активов и пассивов кредитно-финансовых институтов возникает тогда, когда они становятся потенциальными или реальными объектами рыночных процессов и сделок (купля-продажа, ликвидация, приватизация, акционирование, передача в доверительное управление или в аренду, выкуп, передача в качестве вклада в уставный капитал акций или имущества).

Рыночная оценка позволяет определить стоимость собственного капитала коммерческих банков. Возрастает потребность в оценке бизнеса кредитно-финансовых институтов при инвестировании, кредитовании, страховании, исчислении нало-

гооблагаемой базы. В частности, оценка бизнеса коммерческого банка (КБ) необходима для выбора обоснования варианта его реструктуризации, повышения эффективности управления и максимизации ценности банковской фирмы.

Особенность рыночной оценки стоимости КБ заключается в том, что она стоит на «стыке» теории и практики кредитно-банковского дела и оценки. Одной из важных теоретических проблем является выяснение сущности, содержания и форм проявления такой категории, как стоимость, применительно к кредитно-финансовому институту. К числу актуальных практических проблем относятся разработка методики расчета денежных потоков, составление прогнозов доходов и расходов, расчет ставки дисконта для оценки банка как бизнеса и для оценки его активов, подбор аналога и др. Особое значение имеет разработка методик оценки специфических банковских активов.

Рыночная оценка стоимости банка включает оценку бизнеса, оценку активов комплексную и поэлементную, оценку пассивов, а также оценку нематериальных активов, не отраженных на балансе. Каждое из перечисленных направлений оценки — сложная процедура, предполагающая проведение финансового анализа ретроспективных данных, составление прогнозов на перспективу, расчеты ценовых мультипликаторов, финансовых коэффициентов, использование приемов финансовой математики. Рыночная стоимость — расчетная величина, равная денежной сумме, за которую имущество (собственность) должно перейти из рук в руки на дату оценки между добровольным покупателем и продавцом в результате коммерческой сделки после адекватного маркетинга. При определении рыночной стоимости следует иметь в виду, что речь идет не о конкретном покупателе или продавце, а о некоей гипотетической сделке, которая формируется на конкурентном рынке под воздействием спроса и предложения, т. е. это стоимость, с которой согласны и потенциальный продавец, и возможный покупатель.

Рыночная и балансовая стоимость различаются между собой. Происходит это в силу того, что финансовые отчеты организации имеют балансовую оценку. Возникающее расхождение между рыночной и балансовой стоимостью часто называют скрытым капиталом.

Существуют два основных источника скрытого капитала:

- неправильное отражение в статьях баланса кредитного и процентного рисков;
- наличие у КБ неявных требований и ценностей, связанных с внебалансовыми видами деятельности, которые не отражаются на его балансе.

Для КБ использование того или иного вида стоимости во многом обусловлено целями оценки. Так, например, для оценки банка в целях текущего управления активами и пассивами, поддержания депозитной стабильности, безопасности и стабильности финансового сектора используются как показатели бухгалтерской, так и рыночной стоимости. Для оценки стоимости капитала банка или его отдельных активов для потенциального инвестора обычно применяют рыночную стоимость. Однако в данном случае в качестве альтернативного показателя может быть рассмотрена и балансовая стоимость.

Инвестиционная стоимость — стоимость собственности для конкретного инвестора и конкретного использования. Она складывается из его индивидуальных требований к инвестициям и мотиваций, отличных от типичных.

Для оценки кредитоспособности банка, как правило, используют методики и нормативы, разработанные государственными органами, и, следовательно, в данном случае наиболее целесообразно использовать балансовые показатели стоимости.

Кроме того, различают оценку КБ как действующей компании и оценку при его ликвидации. В первом случае предполагается, что кредитно-финансовый бизнес имеет благоприятные перспективы развития при сохранении самого института как единой системы. Здесь можно говорить о расчете стоимости функционирующего КБ.

Существующие же и применяемые в России современные методические рекомендации и разработки, так же как и практика оценки, зачастую подменяют определение рыночной стоимости аудиторской или рейтинговой оценкой. Так, например, предлагается проводить оценку активов по рыночной стоимости лишь в случаях их обращения на вторичных финансовых и иных рынках, а при отсутствии таковой — расчетным способом. В данном случае правильнее было бы говорить не о рыночной стоимости, а о рыночной цене, ибо на открытых вторичных рынках устанавливается именно цена, а не стоимость. Рыночную цену можно найти в котировках финансового и других рынков. Она устанавливается в процессе торгов и объявляется публично. Рыночная же стоимость выражает внутренний «потенциал» оцениваемого объекта, его способность занять определенную ценовую позицию в рыночной сделке. Рыночная стоимость является расчетной величиной. То, насколько точными окажутся эти расчеты, зависит от многих факторов, в том числе от рыночной конъюнктуры. Поэтому очень часто определяют диапазон рыночной стоимости или среднюю величину, представляющую собой исходную цену на торгах. Если объект оценки не обращается на вторичном рынке, то его рыночную стоимость также можно определить, но в этом случае надо воспользоваться аналогом и методами сравнительного подхода к оценке. Рыночной рассчитанная стоимость будет вследствие учета фактора времени, риска, уровня конкуренции рынка, открытости информации. Балансовая стоимость любого актива не может заменить его рыночную оценку и рассматриваться как реальная стоимость. Поэтому даже при анализе столь ликвидных и надежных активов, как корреспондентский счет в Банке России или обязательные резервы, необходимо проводить их рыночную оценку. Точно так же при оценке ссудного портфеля недостаточно только уменьшить балансовую стоимость кредита на величину профсоюзных, безнадежных ссуд и резерва, но необходимо провести более тщательный анализ и рассчитать рыночную стоимость портфеля, учитывая все необходимые параметры. В современных условиях значение этого вида активов возрастает, а их оценка будет способствовать разработке эффективных программ финансового оздоровления, текущего управления, обоснованному расчету ликвидационной стоимости и проведению реструктуризации кредитно-финансовой организации.

Чтобы понять разницу между балансовыми и рыночными оценками, представим их в виде условных формул.

Для балансовой оценки:

$$A = \text{Об} + \text{СК},$$

где Об — обязательства банка; СК — собственный капитал банка.

Для рыночной оценки:

$$A^* + HA^* = Об^* + СК^*,$$

где HA^* — рыночная оценка неосязаемых активов, которые у кредитно-финансовых институтов включают такие элементы, как ценность гарантий страховых депозитов, ценность банковской лицензии, хорошие взаимоотношения с клиентами и др.

Уравнение рыночной оценки реального собственного капитала можно представить следующим образом:

$$СК^* = (A^* + HA^*) - Об^* = (A^* - Об^*) + HA^*.$$

Как видно из формул, использование бухгалтерской и рыночной моделей дает разные результаты оценки кредитной организации, так как в отличие от первой рыночная модель адекватно сочетает в себе и учитывает два основных фактора: риск и доход на акцию.

Бухгалтерская и рыночная оценки могут совпасть лишь при определенных условиях; прежде всего, отчетные или балансовые доходы фирмы должны равняться ее денежному потоку.

Рыночная оценка кредитно-финансового института определяется как текущая стоимость ожидаемого будущего потока наличности, дисконтированного по норме процента, отражающей рыночную норму прибыли для сопоставимых по риску инвестиций. Таким образом, рыночная оценка отличается от бухгалтерской оценки.

В современных российских условиях можно выделить несколько «тактических» целей, для которых следует проводить рыночную оценку кредитных организаций. В зависимости от требований субъектов оценки можно выделить следующие цели и задачи оценки кредитных организаций (КО):

- Повышение эффективности текущего управления активами и пассивами в КО. Такая оценка, как правило, проводится на регулярной основе силами самой кредитной организации. Подобная оценка проводится также с целью обеспечения безопасности кредитной организации, разработки планов ее развития и оценки эффективности управления активами и пассивами.
- При определении рыночной стоимости активов, в частности, с целью их продажи или приобретения, также рекомендуется проводить их рыночную оценку. Поддерживаемая на должном уровне стоимость активов КО одновременно обеспечивает сохранность средств клиента и является источником его экономического роста. При этом следует ориентироваться не на балансовую стоимость активов, а на их рыночную оценку, для чего должна производиться регулярная переоценка активов КО по рынку. При нежелательном изменении величины рыночной стоимости активов кредитно-финансового института менеджеры имеют возможность изменить их общую стоимость за счет изменения их структуры путем продажи (покупки) тех или иных активов.

Письмом ЦБ РФ «Методические рекомендации о порядке оценки мероприятий по финансовому оздоровлению (планов санации) кредитной организации» от 8 сентября 1997 г. № 513 определен общий порядок оценки стоимости активов кредитной организации. В соответствии с этим письмом «определение реальной

стоимости активов кредитной организации осуществляется на основе оценки их рыночной стоимости». В письме предлагается методика ЦБ РФ для определения рыночной стоимости по укрупненным группам активов, а также вариант составления оценочного баланса коммерческого банка. Данное постановление можно рассматривать как один из первых шагов продвижения идеи о необходимости рыночной оценки коммерческих банков в России.

- Оценка и определение стоимости капитала КО для инвестора или группы инвесторов позволяет сделать вывод о целесообразности инвестиционных вложений в кредитную организацию или о включении части ее активов в инвестиционный проект. В данном случае объектом оценки выступают ценные бумаги, как в пакете, так и по отдельности. Оценка здесь может проводиться в целях определения цены акции или пакета акций для продажи или перепродажи, получения дохода, приобретения контрольного пакета акций, а также при размещении новых выпусков ценных бумаг. В некоторых российских банках, например, уже проводится подобная работа, включая экспертизу конкретных сделок, оценку ценных бумаг, оценку портфеля бумаг.
- Оценка кредитной организации следует проводить в целях определения кредитоспособности организаций, в том числе для кредитования. В качестве заинтересованных лиц здесь могут выступать другие финансовые институты, а также кредиторы. Оценка в этом случае необходимо проводить с целью проверки кредитоспособности финансового института и определение размера кредита. Предварительная рыночная оценка кредитно-финансовой организации позволяет снизить риск невозврата кредита, просрочки платежей и не допустить цепной реакции банкротств на рынке межбанковского кредита.
- Оценка КО может быть использована в целях обеспечения его стабильности и входит как составляющий элемент в программу регулирующих органов, направленную на предупреждение банкротств и ухудшения финансового положения кредитно-финансовой организации
- Оценка является эффективным приемом, используемым при проведении реструктуризации (рыночная стоимость). Менеджеры, способные не только управлять финансами на основе бухгалтерских моделей, но и владеющие методами рыночной оценки, имеют существенные преимущества перед своими конкурентами. КО, которые сами регулярно занимаются реструктуризацией бизнеса с целью увеличения собственного капитала, менее подвержены внешнему влиянию и поглощению сторонними организациями. Кроме того, такие КО находятся в более выгодном положении при поглощении других структур, проводимом опять же с целью прироста рыночной стоимости собственного капитала.
- Оценка КБ становится в последнее время особенно актуальной в связи с участвовавшей практикой слияний и поглощений в кредитно-финансовой сфере (инвестиционная стоимость). Причем эта тенденция характерна не только для зарубежной, но и для российской практики. Слияния и поглощения могут происходить не обязательно вследствие банкротства какого-либо кредитного или финансового учреждения, наоборот, их причиной чаще всего являются будущие выгоды. В случае намерения о слиянии (поглощении) обоим

КБ следует прежде всего произвести оценку собственного бизнеса, рассчитать эффект от слияния и по возможности оценить будущий бизнес. Процесс проверки объекта поглощения — пожалуй, ключевая работа, определяющая принятие окончательного решения по сделке. До момента принятия окончательного решения о поглощении банк-покупатель должен иметь в окончательном варианте:

- результаты проверки финансового состояния поглощаемого банка;
- результаты оценки рисков;
- если потребуется — результаты специальных проверок.

Оценка КБ возможна и, например, в целях страхования при определении страховой стоимости (рассчитывается в соответствии с методиками, используемыми страховыми компаниями и государственными страховыми органами для расчета суммы, на которую могут быть застрахованы разрушающиеся элементы собственности объекта, в качестве которого может выступать кредитно-финансовый институт и его активы; в целях налогообложения; в некоторых других случаях.

Помимо общих целей может возникнуть необходимость оценки отдельных видов активов (реже пассивов) кредитно-финансовых институтов, что свидетельствует о возможности существования специальных целей оценки отдельных групп активов и пассивов.

Оценка рыночной стоимости кредитной организации осуществляется в соответствии с общепринятыми принципами оценки. В то же время банки представляют собой достаточно сложный объект оценки в силу закрытости большей части информации и жесткой регламентации деятельности.

Многообразие целей оценки кредитно-финансовых институтов порождает разнообразие видов, или стандартов, стоимости коммерческого банка. Обычно выделяют рыночную и нормативно-расчетную стоимость коммерческого банка.

Коупленд, Коллер и Муррин утверждают, что оценка банков концептуально трудна. Они проводят различие между попыткой определения ценности банка аутсайдером и лицом, владеющим конфиденциальной информацией — инсайдером. Основное отличие внутренней оценки КФИ от внешней состоит в том, что при проведении оценки с позиции инсайдера оценщик располагает гораздо большим объемом информации, в том числе и конфиденциальной, а следовательно, такая оценка отличается от внешней большей компетентностью участников в проведении анализа деятельности коммерческого банка.

Для аутсайдера оценка банка трудна из-за отсутствия полной и точной информации о рисках, с которыми сталкиваются банки, а именно о процентном, валютном, кредитном риске, риске небалансовых видов деятельности. Хотя развитие вторичного рынка некоторых банковских ссуд облегчает задачу определения качества банковского кредитного портфеля, аутсайдеру все еще трудно определить качество кредитов и, следовательно, ценность кредитного портфеля. Внешняя оценка стоимости коммерческого банка производится, как правило, на основе общедоступной информации о нем, которая не составляет коммерческой тайны. К такой информации обычно относят баланс, годовой отчет, обращение к акционерам, отчет о прибыли и убытках и некоторые другие источники. С позиции аутсайдера (внешнего пользователя) оценка наиболее трудна по причине недостатка

информации о кредитном, процентном риске, риске ликвидности. Оценить эти риски возможно, лишь располагая внутренними аналитическими данными конкретного института, а они для аутсайдера являются недоступными. Кроме того, аутсайдеры могут испытывать ряд трудностей в оценке в связи с отсутствием у них особых профессиональных навыков в деятельности коммерческого банка. Так, например, для внешнего пользователя оценка качества кредитного портфеля, суммы прибыли в соотношении с разницей процентных ставок и определение операций банка, приносящих ему реальный доход, является довольно сложной задачей.

В российских условиях проведение внешней оценки затруднено вследствие специфичности бухгалтерской и финансовой отчетности: например, баланс коммерческого банка и новый план счетов, введенный 1 января 1998 г., лишь в некоторых аспектах соответствует мировым стандартам; отчет о прибыли и убытках не раскрывает той прибыли, которая реально осталась в распоряжении банка.

Главной причиной, по которой проводится внутренняя оценка, является потребность оценить структурные подразделения банка в целях применения стоимостных показателей для проведения реорганизации или повышения эффективности управления. Для инсайдера основную трудность составляет определение трансфертных цен и оценка издержек для подразделений. Трансфертная цена представляет собой цену на средства, переведенные внутри организации от одной структуры к другой. Например, любой коммерческий банк может быть представлен тремя основными организационными единицами: розничный банк, оптовый банк и казначейство.

Розничный банк занимается привлечением ресурсов, главным образом в виде депозитов клиентов банка. В российских банках он обычно реализован в форме депозитного отдела. Его задача состоит в привлечении как можно большего объема ресурсов по наиболее приемлемой для банка ставке. Основу обязательств такого банка составляют депозиты. Данное подразделение несет затраты в виде уплаченных процентов, комиссий, а также расходы, связанные с резервированием части средств в ЦБ РФ.

Оптовый банк (кредитный отдел) занимается в основном кредитованием юридических и физических лиц в целях получения дохода банка.

Казначейство (торговый банк) занимает промежуточное место между розничным и оптовым банком. Основной задачей этого структурного подразделения является определение трансфертных цен и общее распределение ресурсов внутри банка. Казначейство приобретает ресурсы у розничного банка по фиксированной ставке и затем, сопоставляя доход и риск, либо продает ресурсы по более высокой цене кредитному отделу, либо, если это более выгодно, размещает их на краткосрочном безрисковом рынке, например на рынке ГКО или других государственных ценных бумаг. В случае предоставления средств кредитному отделу два подразделения банка являются прибыльными — кредитный отдел и казначейство.

Розничный банк может получить доход в виде разницы между отпускной ценой ресурсов казначейству и стоимостью привлечения ресурсов. Привлеченные денежные средства розничный банк может продать в кредит на рынке, а может ссудить оптовому банку. Во втором случае ставка по кредиту оптовому банку будет представлять собой трансфертную цену. Если ставка, установленная рознич-

ным банком, слишком высока, это приведет к увеличению его прибыли. Самое главное здесь, правильно определить трансфертную цену кредитов. Правильная внутренняя цена, назначаемая оценочным центром казначейства банка, в конечном итоге определяет, куда направляются средства — к розничному или оптовому банку.

Представленная схема внутрибанковского оборота денежных средств имеет важное значение для оценки стоимости коммерческого банка, так как позволяет оценщику определить основные финансовые потоки, необходимые для расчета совокупного потока наличности к акционерам банка в случае его оценки с позиции инсайдера. Кроме того, определение трансфертных цен позволяет судить об общем доходе, полученном тем или иным подразделением банка, дает возможность оценить стоимость его обязательств и франшизную стоимость. Проведение смешанной оценки особенно необходимо в нашей стране. Обусловлено это тем фактором, что публикуемая официальная банковская отчетность имеет громадные расхождения с действительностью в силу несовершенства российского бухгалтерского учета, его несоответствия международным стандартам, закрытия большинства банковских операций.

Из вышесказанного можно сделать вывод, что банки остаются в числе компаний, чья оценка наиболее трудна, поскольку, вопреки множеству предъявляемых к ним регулирующих требований по отчетности, трудно определить качество их кредитных портфелей, вычислить доли в прибылях, полученные при несопадающих ставках процента.

Коммерческие банки могут существовать в различных организационно-правовых формах. В России банки, образованные в форме обществ с ограниченной ответственностью или закрытых акционерных обществ, очень сложно оценивать с позиции акционерного капитала, так как их акции не котируются в достаточной степени на рынке. В этом случае при оценке коммерческих банков большое значение имеет анализ относительных показателей прибыльности, которые, по существу, могут заменить показатель курса акций коммерческого банка и являются альтернативным вариантом оценки деятельности коммерческого банка.

Одним из показателей, характеризующим прибыльность и эффективность работы коммерческого банка, является его прибыль. Значение банковской прибыли трудно недооценить. Она важна для всех участников экономической жизни и зависит от ряда факторов: от процентов, взыскиваемых и уплачиваемых по банковским операциям; от доли непроцентных доходов; от текущих расходов; от структуры активов и пассивов. Резервы роста доходности обычно находят в повышении эффективности использования активов путем увеличения доли работающих активов и сокращения активов, не приносящих доходов (корреспондентского и резервного счетов, вложений в основные средства).

Для измерения прибыльности коммерческих банков применяется несколько подходов, каждый из которых имеет свои преимущества и недостатки. Самым распространенным из них является попытка отражения эффективности деятельности через отношение прибыли к совокупным активам. Такой подход ценен с точки зрения сравнения прибыльности одного банка с другим или со всей системой коммерческих банков в целом. Высокое значение данного соотношения свидетельствует об эффективной работе банка, высоких доходах от активов и незна-

чительных неразумных расходах. Низкая норма прибыли может быть результатом консервативной кредитной и инвестиционной политики или чрезмерных операционных расходов.

Мерилом надежности и эффективности использования всего капитала банка является норма прибыли на совокупный капитал. Данная норма находится в прямой зависимости от прибыльности активов и в обратной — от достаточности капитала.

Сопоставляя прибыль коммерческого банка с величиной его активов, мы получим относительный показатель — показатель прибыли на активы (*ROA*), или рентабельность активов:

$$ROA = \text{Чистая прибыль банка} / \text{Средний размер активов.}$$

Чем выше показатель *ROA*, тем больше прибыли приносят активы. Значение показателя рентабельности активов, как правило, ниже у крупных банков. За рубежом центральные банки ежегодно публикуют информацию о динамике показателя *ROA* для групп банков с определенным размером активов.

Оценщик может использовать данный показатель для проведения пофакторного анализа формирования коммерческого банка. Обычно для проведения такого анализа показатель *ROA* представляют в виде произведения двух составляющих:

$$ROA = \frac{\text{Чистая прибыль КБ}}{\text{Совокупный доход}} \times \frac{\text{Совокупный доход}}{\text{Активы}}.$$

Из формулы видно, что рентабельность активов тем выше, чем выше доходность активов и маржа прибыли. Доходность активов зависит от структуры вложений банка и эффективности данных вложений. Маржа прибыли показывает долю прибыли в валовом доходе банка.

Пофакторный анализ прибыли коммерческого банка предполагает использование еще одного показателя — рентабельность акционерного капитала банка (*ROE*):

$$ROE = \text{Чистая прибыль КБ} / \text{Собственный капитал банка.}$$

Банки, у которых показатель *ROE* имеет одинаковое значение, могут иметь разный коэффициент *ROA*. Используя пофакторный анализ, *ROE* можно представить в виде уравнения, с тем чтобы определить факторы, влияющие на его уровень:

$$ROE = ROA \times \text{МК},$$

где МК — финансовый рычаг, мультипликатор капитала (рассчитывается как отношение активов к собственному капиталу банка).

Данная взаимосвязь свидетельствует о том, что рентабельность собственного капитала банка прямо пропорционально зависит от эффективности работы его активов. Рентабельность капитала тем выше, чем выше рентабельность активов, и тем больше, чем больше финансовый рычаг, т. е. ниже надежность банка.

Значение показателя *ROE* основано на таких рыночных индикаторах, как безрисковая процентная ставка, и включает в себя премию за риск.

Зависимость между основными финансовыми показателями можно представить формулой Дюпона:

$$ROE = \frac{\text{Маржа прибыли}}{\text{банка}} \times \frac{\text{Оборачиваемость}}{\text{активов банка}} \times \frac{\text{Финансовый}}{\text{рычаг}}.$$

Формула Дюпона, таким образом, представляет собой действенный инструмент оценки деятельности банка в целом, позволяет производить анализ и прогнозировать прибыль коммерческого банка, так как, по сути, связывает через рентабельность собственного капитала банка три основных показателя: маржу прибыли, оборачиваемость активов банка и мультипликатор капитала (финансовый рычаг). Такая зависимость объясняется тем, что данные показатели в определенном смысле обобщают все стороны деятельности коммерческого банка, его динамику и развитие: маржа прибыли обобщает отчет о доходах коммерческого банка и основные направления использования доходов, два других показателя — баланс КБ (пассив и актив соответственно).

Специфическим риском для таких предприятий, как банк, выступает процентный риск. Этот риск, обусловленный особенностями банковского бизнеса, состоит в том, что банки предоставляют большой объем ссуд и спекулируют на процентных ставках.

Процентный риск — риск, приводящий к снижению банковской прибыли и капитала вследствие непредвиденного, негативного изменения процентных ставок на рынке. Неожиданные изменения в процентных ставках могут снизить прибыль банка, капитал, а следовательно, и рыночную стоимость банка.

В тех случаях, когда банк сталкивается с долгосрочным погашением актива, он подвергается риску процентной ставки, поскольку, возможно, ему придется реинвестировать денежные средства по более низкой процентной ставке. Когда же у банка наступает срок возврата депозитов, а ссуды еще не возвращены, он подвергается риску потерь в случае, если ставки на рынке возрастут. Анализ временного промежутка позволяет банку определить рыночную стоимость его капитала либо размер потери его стоимости вследствие подверженности процентному риску.

Стоимость банка эксперты часто связывают со стоимостью акционерного капитала. Надзорные органы определяют надежность банка по показателю достаточности капитала (относительному показателю) и предъявляют соответствующие требования к абсолютной величине акционерного капитала.

При оценке стоимости банка опираются также еще на два показателя: абсолютный и относительный.

Абсолютный показатель определяется в основном как поток денежных средств к владельцам банка или акционерам. Из этой трактовки следует: собственный капитал банка равен будущим выплатам акционерам, которые продисконтированы по средневзвешенной стоимости капитала. Примером абсолютного показателя является свободный поток наличности к акционерам.

Очевидно, что чем выше курс акций на рынке, тем выше их стоимость и тем выше стоимость банка. При снижении стоимости акций стоимость банка уменьшается. Немаловажным в данном утверждении является учет риска, который принимает на себя банк. В случае повышения риска акционеры банка, с одной стороны, могут передать свои акции, если они не согласны принимать риск на себя. С другой стороны, чем выше риск, тем больше нужен банку капитал, источником прироста которого служит прибыль после уплаты налогов. Это означает сниже-

ние потока наличности к акционерам в виде дивидендов, что может привести к снижению стоимости акций. Теоретически относительный показатель — рыночная стоимость акций — представляет собой синтетический показатель и соответствует понятию «стоимость».

Оценка стоимости коммерческого банка предполагает использование трех подходов к оценке бизнеса: доходного; затратного, или метода чистых активов; рыночного.

Доходный подход является базовым в оценке рыночной стоимости коммерческого банка. Он основан на том, что стоимость коммерческого банка равна текущей стоимости денежных потоков, т. е. доходный подход ориентирован на получение дохода собственниками банка в будущем. Для оценки банка на основе показателя дохода и наличного потока используют обычно два метода: метод дисконтирования денежных потоков и метод капитализации.

Затратный подход состоит в поэлементной оценке активов и обязательств коммерческого банка. При этом оценщик сначала оценивает рыночную стоимость каждого актива банка. Переоценку активов по рынку необходимо проводить ввиду того, что их рыночная стоимость будет отличаться от балансовой в силу действия инфляции, изменения конъюнктуры рынка и других факторов. Затем определяется рыночная стоимость обязательств банка. Рыночная стоимость собственного капитала банка будет равна разнице между рыночной стоимостью его активов и рыночной стоимостью долга.

Третий подход называют сравнительным, или рыночным, подходом. Суть данного подхода заключается в том, что курс акций банка отражает его рыночную привлекательность как объекта приобретения или инвестирования средств. Показатель рыночной привлекательности рассчитывается обычно по открытым акционерным обществам. Для того чтобы определить показатель рыночной привлекательности банка, выпустившего в обращение только обыкновенные акции, необходимо разделить прибыль после налогообложения за истекший год на количество акций, находящихся в обращении на конец этого года. Мы получаем показатель — доход в расчете на одну акцию. Затем рыночная продажная цена акций на любую произвольно выбранную дату соотносится с полученным результатом — доходом в расчете на одну акцию. В результате мы получим показатель рыночной привлекательности. Для российской практики данный подход мало приемлем в силу того, что акции коммерческих банков слабо обращаются на рынке, а следовательно, оценить их рыночную привлекательность для инвестора очень сложно. Тем не менее прогнозирование курсовой стоимости акций банка после слияний или поглощений остается актуальной проблемой, в том числе для российских коммерческих банков.

Таким образом, использование каждого из подходов позволяет учесть характерную черту конкретного банка, подчеркнуть его особенности. Критерии, определяющие выбор того или иного подхода, во многом зависят от целей оценки банка и вида рассчитываемой стоимости. Так, например, при проведении комплексной оценки банка целесообразно использование всех трех подходов со всеми их методами. Затратный подход имеет смысл использовать в случаях реструктуризации финансовой организации; определения проблемных зон и проблемных активов банка; необходимости реализации части активов или ликвидации банка.

Оценивание банка по собственному капиталу

Ценность самостоятельных хозяйственных подразделений рассчитывается исходя из свободных потоков наличности (после уплаты налогов) от операций, дисконтированных по средневзвешенной стоимости капитала. Тогда собственный капитал равен ценности самостоятельного хозяйственного подразделения минус рыночная оценка задолженности. Из-за трудностей оценивания банков по этому методу (например, оценка издержек по депозитам до востребования), Коупленд с соавторами рекомендуют подход по собственному капиталу. По этому методу ценность собственного капитала равна будущим выплатам владельцам капитала, дисконтированным по ценности собственного капитала. Основами такого подхода являются:

- 1) дефиниция свободного потока наличности к акционерам;
- 2) использование модели спреда.

Коупленд и соавторы определяют свободный поток к банковским акционерам как:

$$\text{СПН} = \text{ЧД} + \text{БНР} + \text{С} - \text{И} = (\text{ЧД} + \text{БНР}) + (\text{С} - \text{И}),$$

где ЧД — чистый доход, БНР — безналичные расходы; С — балансовые источники средств; И — дивидендные выплаты акционерам. Первые два слагаемых в уравнении равны потоку наличности от операций банка, а два последних являются потоками наличности, необходимыми для увеличения баланса. Для определения ценности банка ключевая позиция — чистые погашения кредитов и распределение их по срокам.

Анализ финансово-хозяйственной деятельности и финансового состояния предприятия является одним из наиболее распространенных методов первичной оценки финансовой и хозяйственной деятельности компании.

Цель настоящего финансового анализа АК «Банк» состоит в выявлении существенных связей и характеристик финансового состояния, оценке его количественных и качественных изменений.

Банк — универсальное финансово-кредитное учреждение, предоставляющее полный пакет банковских услуг, в числе которых расчетные, кредитные, карточные, документарные и иные банковские операции, осуществляемые в российской и иностранной валютах. «Банк Москвы» является принципиальным членом международных платежных систем. В банке действует собственный процессинговый центр, обслуживающий все карточные программы банка.

Банк обслуживает более 40 тыс. клиентов — юридических лиц и свыше 1 млн физических лиц (вместе с филиалами).

Основные показатели ОАО «Банк Москвы» и занимаемая позиция среди финансово-кредитных организаций России приведены в табл. 11.1.

Анализ качества активов и пассивов

Достаточность капитала, если рассматривать ее изолированно, может дать неверное представление об устойчивости кредитного учреждения и его благополучии. Очень большое значение имеет также качество активов и стабильность ресурсной базы.

Традиционно качество пассивов характеризуется стабильностью ресурсной базы, стоимостью привлечения, чувствительностью к изменениям процентных

Таблица 11.1. Основные показатели ОАО «Банк»

Категория	Объем, млн руб.	Место среди российских банков
	Количество, шт.	
Активы	139997	5
Собственные средства	11815	6
Кредитный портфель	63946	6
Портфель ценных бумаг	29439	3
Депозиты частных клиентов	30121	3
Количество эквайринговых точек	2526	3
Количество отделений по Москве	33	3–4
Количество филиалов по России	38	3–4

ставок и зависимостью от внешних источников финансирования, таких как межбанковский рынок краткосрочных капиталов.

Для определения этого стабильного остатка многие банки используют сложные математические процедуры. Срочные и сберегательные депозиты образуют часть привлеченных ресурсов, зависящих от изменения процентных ставок. Но наиболее чувствительными к изменению процентных ставок являются межбанковские кредиты, которые рассматриваются как важный, но все же временный источник финансирования, подверженный случайностям и краткосрочным колебаниям процентных ставок.

При анализе качества активов особое внимание уделяется ссудным операциям банка и инвестициям в ценные бумаги, в частности составу непогашенных ссуд и портфеля ценных бумаг. Из этого легко выявить факторы, влияющие на качество активов. Во-первых, это характер ссудной и инвестиционной политики коммерческого банка (либеральная или жесткая, агрессивная или умеренная); во-вторых, степень диверсификации кредитов и инвестиций; в-третьих, эффективность системы управления проблемными кредитами; в-четвертых, объем и характер сделок с инсайдерами, аффилированными и дочерними компаниями.

Качество активов банка оценивается с точки зрения их ликвидности, рискованности и доходности. Классическая система анализа выглядит следующим образом. Сначала активы делят на три основные группы: ликвидные, работающие и неликвидные активы (к последним относятся инвестиции в недвижимость, в здания и оборудование банка, в капитал других учреждений, фирм и компаний, если они обложены в форму неотируемых ценных бумаг). Принято считать, что такие вложения должны производиться за счет собственных средств банка, так как, являясь по своей природе долгосрочными вложениями, они не соответствуют преимущественно краткосрочному характеру привлеченных кредитных ресурсов.

На втором этапе анализируется динамика структуры активов за определенный период времени. Сигналами тревоги являются уменьшение доли работающих активов и увеличение доли неликвидов.

И наконец, на третьем этапе сосредотачиваются на анализе работающих активов. «Краеугольным камнем» этого этапа является анализ и оценка рискованности работающих активов. Такой анализ необходим для выяснения достаточности созданных резервов и для оценки управления активными операциями. В этой связи проводят классификацию уже исключительно работающих активов с точки зрения их рискованности.

Главным компонентом работающих активов являются ссуды (от 1/2 до 2/3 всех активов). Следовательно, анализ кредитного портфеля составляет ключевое звено этого этапа. Анализ сводится к идентификации проблемных займов, т. е. ссуд, по которым погашение процентов и основной суммы долга является либо сомнительным, либо невозможным. Классификация кредитного портфеля и выявление проблемных займов построены на концепции кредитного риска. На практике отнесение кредита к той или иной группе осуществляется в зависимости от того, насколько заемщик выполняет сроки и условия кредитных договоров, в частности в том, что касается обслуживания долга. Так же как и в отношении активов в целом, узаконенные системы классификации кредитного портфеля, используемые органами надзора, меняются от страны к стране. Вместе с такими очевидными преимуществами, как ясность и простота критериев, все подобного рода классификации обладают одним серьезным недостатком: он не принимают во внимание персональный характер кредитов. Поэтому если заемщик получил множество кредитов с разными сроками, учитываться в анализе будут только те, по которым произошла задержка платежей, в то время как резонно предположить, что коль скоро пропущен один платеж, то и другие едва ли будут выполняться бесперебойно. Таким образом, анализ старения просроченных платежей представляет собой несовершенный метод оценки проблемности портфеля выданных кредитов.

Анализ собственного капитала банка

Капитал (собственные средства) коммерческого банка выполняет несколько важных функций в ежедневной деятельности и для обеспечения долгосрочной жизнеспособности банка.

Во-первых, капитал служит для защиты от банкротства (деньги на черный день), компенсируя текущие потери до решения возникающих проблем.

Во-вторых, капитал обеспечивает средства, необходимые для создания, организации и функционирования банка до привлечения достаточного количества депозитов. Новому банку нужны средства еще до его открытия.

В-третьих, капитал поддерживает доверие клиентов к банку и убеждает кредиторов в его финансовой силе. Капитал должен быть достаточно велик для обеспечения уверенности заемщиков в том, что банк способен удовлетворить их потребности в кредитах, даже если экономика переживает спад.

В-четвертых, капитал обеспечивает средства для организационного роста, предоставления новых услуг, выполнения новых программ и закупки оборудования. В период роста банк нуждается в дополнительном капитале для поддержки и защиты от риска, связанного с предоставлением новых услуг и развитием банка (в том числе созданием филиалов).

Кроме того, капитал служит основой для установления регулируемыми органами нормативов, определяющих контролируемые показатели его деятельности.

При определении необходимого размера капитала банка следует в первую очередь учитывать минимально допустимый размер его капитала и нормативы, установленные регулируемыми органами, при расчете которых используется величина собственных средств (капитала) банка (табл. 11.2). Один из таких нормативов, определяемый как отношение капитала банка к сумме его рискованных активов, является основополагающим нормативом достаточности капитала не только

для российской банковской практики, но и во всем мире. В Федеральном законе «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» приведен перечень других нормативов, связанных с размером капитала банка, которые могут устанавливаться Банком России для кредитных организаций в целях обеспечения их финансовой устойчивости.

Таблица 11.2. Величина собственного капитала

Наименование	на 01.04.2002 г.	на 01.10.2002 г.	на 01.01.2003 г.	на 01.04.2003 г.	на 01.07.2003 г.	на 01.10.2003 г.	на 01.01.2004 г.	на 01.04.2004 г.
Собственный капитал	6125	6113	9250	10010	10345	11137	12142	12864

Величина собственного капитала банка заметно возросла, что является залогом стабильного функционирования организации. Это повышение вызвано, прежде всего, высвобождением части средств кредитно-финансовой организации в виде прибыли от деятельности и пополнением частью из этих средств фондов банка. Но следует избегать ситуации, когда часть высвободившихся средств может осесть мертвым грузом и фактически не использоваться банком в собственных целях.

Требования достаточной прибыльности коммерческого банка всегда наталкиваются на ограничения относительно его ликвидности и платежеспособности. В этой связи принято говорить о существовании противоречия между вкладчиками и держателями его акций. Конфликт между ликвидностью и прибыльностью является ключевым; от его разрешения во многом зависит устойчивость кредитного учреждения. Руководству банка постоянно приходится балансировать между акционерами, заинтересованными в более высоких доходах, которые могут быть получены путем кредитования заемщиков с сомнительной репутацией и на длительные сроки, долгосрочного инвестирования и сокращения неиспользуемых остатков, и клиентами, требующими удовлетворения спроса на кредит и безусловного выполнения банком своих обязательств, возникающих при изъятии вкладов.

Баланс банка считается ликвидным, если объем денежных средств, которые банк имеет возможность быстро и без значительных финансовых потерь мобилизовать из различных источников, позволяет своевременно исполнять долговые и иные финансовые обязательства.

Основной принцип поддержания ликвидности баланса коммерческого банка — это увязка его активов со сроками долговых и прочих финансовых обязательств.

Показатели ликвидности в различных странах рассчитываются по-разному, имеют неодинаковые методики исчисления и различную степень нормативности. Органы банковского надзора рекомендуют или вменяют в обязанность поддерживать коэффициенты ликвидности на определенном уровне, называемом нормой ликвидности. Однако на сегодняшний день можно констатировать, что в мировом банковском сообществе нет четко выраженных критериев ликвидности и отсут-

ствуется единое мнение относительно нормативов ликвидности. Общеизвестно, что динамика показателей ликвидности в большей степени, чем абсолютные величины, свидетельствует об уровне ликвидности коммерческого банка. При этом если на протяжении ряда лет наблюдается положительная динамика коэффициентов ликвидности, то прежде чем делать вывод об ухудшении ликвидности баланса анализируемого банка, следует проанализировать и сопоставить их с аналогичными характеристиками других банков с целью определения, не является ли данный процесс общим для всех звеньев банковской системы. Данные по нормативам ликвидности банка приведены в табл. 11.3.

Таблица 11.3. Показатели нормативов ликвидности банка

№ норматива	Наименование	Нормативное значение
Н1	Достаточности капитала, % мин	11
Н2	Мгновенной ликвидности, % мин	20
Н3	Текущей ликвидности, % мин	70
Н4	Долгосрочной ликвидности, % макс	120
Н5	Общей ликвидности (соотношение ликвидных и суммарных активов), % мин	20
Н6	Максимальный размер риска на одного заемщика, %	25
Н7	Максимальный размер крупных кредитных рисков, %	800
Н8	Максимальный размер риска на одного кредитора (вкладчика), %	25
Н9	Максимальный размер риска на одного заемщика- акционера, %	20
Н9,1	Совокупная величина кредитов, выданных акционерам, % макс	50
Н10	Максимальный размер кредитов инсайдерам, % макс	2
Н10,1	Совокупная величина кредитов, выданных инсайдерам, % макс.	3
Н11	Максимальный размер привлеченных денежных вкладов населения, %	100
Н11,1	Максимальный размер обязательств перед нерезидентами, %	400
Н12	Использование собственных средств для приобретения долей других юридических лиц, %	25
Н12,1	Использование собственных средств для приобретения долей юридического лица, %	5
Н13	Норматив риска собственных вексельных обязательств, % макс	100

Н1 рассчитывается как отношение собственных средств банка к суммарному объему активов, взвешенных с учетом риска, за вычетом создаваемых резервов;

Н2 — отношение высоколиквидных активов к сумме обязательств банка по счетам до востребования;

Н3 — отношение ликвидных активов к сумме обязательств банка по счетам до востребования;

Н4 — отношение всей долгосрочной задолженности банку к собственным средствам организации;

Н5 — соотношение ликвидных и суммарных активов;

Н6 — отношение совокупной суммы требований банка к заемщику в процентах от собственного капитала;

Н7 — процентное соотношение крупных кредитных рисков и собственного капитала банка;

Н8 — суммарное соотношение величины вкладов, депозитов и собственных средств банка;

Н11 — отношение суммы денежных вкладов населения к собственному капиталу;

Н13 — отношение выпущенных банком векселей и акцептов к собственному капиталу.

Коэффициент достаточности капитала (Н1) обусловлен двумя его составляющими: объемом собственного капитала и суммой совокупного риска активов. Воздействие этих компонентов на рассматриваемый нормативный коэффициент противоположно: коэффициент достаточности капитала возрастает при росте объема собственного капитала и снижается при увеличении риска активов. Минимальное значение с баланса на 1 июля 2003 г. — 5%, на 1 апреля 2004 г. — 6%.

Анализ коэффициентов ликвидности начинается с показателя Н2. Его уровень зависит от объема общей суммы ликвидных активов (денежные средства и активы до 30 дней) и суммы обязательств по счетам до востребования и на срок до 30 дней. Критериальный уровень — с баланса на 1 июля 2003 г. — не менее 20%, на 1 апреля 2004 г. — на менее 30 %.

Наряду с показателем текущей ликвидности (Н2) в соответствии с Инструкцией ЦБ РФ № 1 вводится показатель мгновенной ликвидности банка (Н3), определяемый в виде отношения высоколиквидных (денежные средства в наличной и безналичной форме) активов к быстро оборачиваемым депозитам до востребования. Минимально допустимое значение — с баланса на 1 июля 2003 г. — 10%, на 1 апреля 2004 г. — 20%.

Долгосрочную ликвидность банка характеризует показатель Н4. Он рассчитывается в виде отношения долгосрочных кредитов (сроком свыше одного года) к собственному капиталу и обязательствам банка сроком погашения свыше одного года. Максимальное значение установлено в пределах 120%.

Показателем ликвидности является также и показатель Н5, характеризующий долю ликвидных активов в общей сумме реальных активов. Минимально допустимое значение, с баланса на 1 июля 2003 г. — 10%, на 1 апреля 2004 г. — 20%.

Одним из методов регулирования деятельности кредитных организаций, получившим развитие в последнее время, является ограничение крупных по величине рисков.

В этой связи в Инструкции ЦБ РФ № 1 предусмотрен ряд показателей (Н6, Н7, Н8, Н9, Н10, Н11), с помощью которых регулируются максимальные размеры осуществления кредитными организациями отдельных активных, пассивных, забалансовых операций.

Коэффициент Н6 характеризует максимальный размер риска на одного заемщика, а также группу экономически или юридически связанных между собой заемщиков. Он рассчитывается в виде отношения совокупной суммы кредитов, выданных кредитной организацией одному заемщику или группе связанных заем-

щиков, а также гарантий, предоставленных одному заемщику (группе связанных заемщиков) к объему собственных средств кредитной организации.

Банк, имеющий более крупную сумму собственного капитала, может увеличить максимальный размер кредита, выдаваемого одному клиенту или группе взаимосвязанных клиентов. Максимально допустимое значение с баланса на 1 июля 2003 г. — 60%, на 1 апреля 2004 г. — 40%.

Коэффициент Н7 ограничивает максимальный риск всех крупных кредитов. При этом крупным считается совокупная ссудная задолженность одного заемщика или группы взаимосвязанных заемщиков с учетом 50% сумм забалансовых обязательств, превышающая 5% собственного капитала кредитной организации.

Этот показатель определяется в виде отношения суммы всех крупных кредитов, находящихся в портфеле банка, к объему его собственного капитала. Критериальный уровень в 2002 г. — не более чем в *12 раз*, в 2003 г. — *10 раз*.

Впервые в банковской практике России Инструкцией № 1 введено регулирование максимального размера риска на одного кредитора (вкладчика) — показатель Н8. Этот показатель определяется в виде соотношения величины вклада или полученного кредита, полученных гарантий и поручительств данной кредитной организацией, остатков по счетам одного или связанных между собой кредиторов (вкладчиков) и собственных средств кредитной организации. Максимально допустимое значение устанавливается в размере, с баланса на 1 июля 2003 г. — 60%, на 1 апреля 2004 г. — 40%.

Коэффициенты Н9 и Н10 ограничивают максимальный размер кредитов, гарантий и поручительств, предоставляемых банком своим участникам (акционерам). Показатель Н9 отражает максимальный риск на одного акционера (пайщика) банка, показатель Н10 — максимальный риск на своих инсайдеров, т. е. физических лиц, являющихся или акционерами, или директорами и членами совета, членами кредитного комитета и т. д. и имеющих или имевших ранее отношение к вопросам выдачи кредитов.

Показатель Н9 рассчитывается в виде отношения совокупной суммы требований банка в рублях и иностранной валюте (в том числе и забалансовых) в отношении одного акционера (пайщика) к собственному капиталу банка. Не может превышать: на 1 июля 2003 г. — 60%, на 1 апреля 2004 г. — 40%.

Показатель Н10 определяется как отношение совокупной суммы требований (в том числе и забалансовых) кредитной организации в рублях и иностранной валюте в отношении одного инсайдера кредитной организации и связанных с ним лиц к собственному капиталу банка. Значение не может превысить: на 1 июля 2003 г. — 10%, на 1 апреля 2004 г. — 2%.

В целях усиления ответственности банков перед вкладчиками — физическими лицами ЦБ РФ ввел показатель Н11, ограничивающий объем привлекаемых денежных вкладов (депозитов) населения суммой собственного капитала банка.

Показатель Н11 рассчитывается как процентное соотношение общей суммы денежных вкладов (депозитов) граждан и величины собственного капитала банка. Максимально допустимое значение Н11 устанавливается в размере 100%.

Впервые в России вводится показатель, ограничивающий долю использования собственного капитала банка для приобретения долей (акций) других юридических лиц. Таким показателем является Н12, рассчитываемый в виде отношения

размера инвестируемых и собственных средств кредитной организации. Под инвестированием понимается приобретение банком долей участия и акций других юридических лиц. Максимально допустимое значение Н12 установлено с баланса на 1 июля 2003 г. в размере 45%.

Письмом от 20 августа 1997 г. в Инструкцию ЦБ РФ № 1 от 3 января 1996 г. вводится норматив Н13 — норматив риска собственных вексельных обязательств. Определяется как отношение выпущенных кредитной организацией векселей и банковских акцептов к собственному капиталу банка. Отношение не может превышать на 1 апреля 2004 г. — 100%.

Для целей анализа финансового состояния на основе аналитического баланса рассчитываются следующие относительные показатели (табл. 11.4–11.9).

Таблица 11.4. Достаточность капитала-нетто (капитал/активы)

Банк	Достаточность капитала-нетто, %
Росбанк	16,17
Банк Москвы	5,56
МДМ-банк	10,95
Первое ОВК	28,49

Таблица 11.5. Доля кредитов в активах

Банк	Доля кредитов в активах, %
Росбанк	77,87
Банк Москвы	68,63
МДМ-банк	38,85
Первое ОВК	73,67

Таблица 11.6. Доля средств, размещенных в банки, в активах

Банк	Доля средств, размещенных в банки, в активах, %
Росбанк	1,03
Банк Москвы	0,42
МДМ-банк	19,13
Первое ОВК	4,84

Таблица 11.7. Доля средств, привлеченных от банков в привлеченных средствах

Банк	Доля средств, привлеченных от банков, в активах, %
Росбанк	4,12
Банк Москвы	3,83
МДМ-банк	19,67
Первое ОВК	3,64

Таблица 11.8. Доля уставного фонда в капитале

Банк	Доля уставного фонда в капитале, %
Росбанк	44,91
Банк Москвы	53,26
МДМ-банк	48,95
Первое ОВК	35,71

Таблица 11.9. Отношение прочих расчетов по активу к капиталу

Банк	Доля прочих расчетов по активу в капитале, %
Росбанк	17,87
Банк Москвы	46,71

В общей сумме банковских ресурсов привлеченные средства занимают преобладающее место, по различным оценкам — 70–80%. При этом структура последних зависит как от специфики банка, так и от изменений, связанных с появлением новых способов аккумуляции временно свободных денежных средств. Устойчивость финансового положения банка характеризуется показателями, приведенными в табл. 11.10.

Таблица 11.10. Показатели устойчивости финансового положения банка

Показатель	Значение		Оптимальное значение
	на 01.01.2003 г.	на 01.01.2004 г.	
Раздел 1. Показатели устойчивости финансового положения			
Состояние собственных оборотных средств (К1)	0,02	–0,02	> 0,2
Маневренность (К2)	0,16	–0,18	> 0,3
Автономность (К3)	0,02	–0,02	> 0,2
Привлечение средств, имеющих срочный характер (К4)	0,46	0,44	> 0,6
Финансовая напряженность (К5)	0,13	0,11	> 0,4

К1 — состояние собственных оборотных средств — в динамике уменьшается до отрицательного значения (резко отрицательная тенденция). Рекомендуется отслеживать величину собственных средств-нетто. При расчете величина собственных средств-нетто отрицательна. (Вполне вероятно, что произошло это вследствие того, что баланс для анализа был представлен не развернутой формой 101, а в сокращенном виде.) Это говорит о том, что банк финансирует обороты, исключенные из непосредственного производственного оборота, за счет привлеченных средств. Данная ситуация недопустима. Необходимо наращивать величину собственного капитала.

К2 — маневренность — является (как и все остальные показатели данной группы детализирующим к К1) соотношением собственных и оборотных средств, чем и вызвано его отклонение от нормы.

К3 — автономность — демонстрирует спад в динамике, можно рассматривать как фактор, отражающий крайнюю неустойчивость на рынке.

К4 — привлечение средств, имеющих срочный характер — демонстрирует спад в динамике, отклонение от нормы объясняется тем, что в ресурсной базе банка срочные средства составляют 28,66% от общего числа пассивов.

К5 — финансовая напряженность — в динамике показатель уменьшается (отрицательная тенденция). Отклонение от норматива связано с резким ростом ресурсной базы — увеличением числа привлеченных средств на счета до востребования и на срок. Показатели деловой активности приведены в табл. 11.11.

Таблица 11.11. Показатели деловой активности

Показатель	Значение		Оптимальное значение
	на 01.01.2003 г.	на 01.01.2004 г.	
Раздел 2. Показатели деловой активности			
Эффективность использования активов (доходная база) (К6)	0,69	0,66	> 0,6
Использование привлеченных средств для кредитных операций (К7)	0,61	0,62	> 0,5
Доходность привлеченных средств (К8)	0,191	0,299	> 0,15
Активность привлечения заемных средств (К9)	0,94	0,97	> 0,7

Производя оценку показателей данной группы, можно сказать, что банк достаточно эффективно работает с активами на финансовом рынке. Судя по показателю К7, банк проводит умеренную кредитную политику, показатель К8 свидетельствует о сбалансированном управлении кредитно-депозитным портфелем. Высокий уровень активности привлечения заемных средств демонстрирует тенденции банковской деятельности по наращиванию клиентской базы. Показатели эффективности управления приведены в табл. 11.12.

К10 — рентабельность дохода — значение минимально. Динамика показателя положительна. Следовательно, банковский менеджмент пытается как-то повлиять на сложившуюся ситуацию и контролировать расходы банка. Возможно, что в официальной отчетности цифра прибыли занижена для снижения налогового бремени.

К11 — рентабельность активов банка — значение минимально, так как размер прибыли несопоставим по объемам с размером работающих ресурсов и активов в целом. Указывает на неэффективную работу менеджмента.

К13 — рентабельность собственных средств — находится на нормативно- допустимом уровне и в динамике возрастает, но данный факт не положителен, так как прибыль по размерам мала, равно как и объем собственных средств банка. Увеличение показателя в динамике свидетельствует не о росте прибыли, а об уменьшении доли собственных средств.

К14 — рентабельность текущих активов — показатель далек от оптимального значения, так как объем прибыли мал. Тенденции положительны; можно отметить работу менеджмента по устранению кризисных значений.

Важное значение имеют показатели ликвидности баланса (табл. 11.13).

К16 — коэффициент покрытия — не соответствует нормативному значению. Величина собственных средств-нетто отрицательна — недопустимая ситуация. Менеджменту банка рекомендуется в срочном порядке наращивать собственный капитал.

К18 — коэффициент покрытия работающих активов — значительное отклонение от нормативного значения объясняется низким показателем собственного нетто-капитала.

Таблица 11.12. Показатели эффективности управления

Показатель	Значение		Оптимальное значение
	на 01.01.2003 г.	на 01.01.2004 г.	
Раздел 3. Показатели эффективности управления			
Рентабельность дохода (К10)	0,050	0,060	> 0,15
Рентабельность активов банка (К11)	0,007	0,013	> 0,06
Доходность активов, приносящих доход (К12)	0,192	0,329	> 0,12
Рентабельность собственных средств (К13)	0,057	0,132	> 0,06
Рентабельность текущих активов (К14)	0,007	0,015	> 0,15
Доходность активов (К15)	0,132	0,216	> 0,12

Таблица 11.13. Показатели ликвидности баланса

Показатель	Значение		Оптимальное значение
	на 01.01.2003 г.	на 01.01.2004 г.	
Раздел 4. Показатели ликвидности баланса			
Коэффициент покрытия (К16)	0,021	-0,019	> 1
Коэффициент покрытия собственного капитала (К17)	0,835	0,901	> 0,5
Коэффициент покрытия работающих активов (К18)	0,027	-0,027	> 0,1
Коэффициент иммобилизации (К19)	0,652	-0,406	> 0,4
Норма денежных резервов (К20)	3,874	3,279	> 0,50

К19 — коэффициент иммобилизации — отрицателен, так как банк начал финансировать свои активы, отвлеченные из оборота, привлеченными средствами (из-за недостатка собственных средств). Менеджменту банка рекомендуется в срочном порядке наращивать собственный капитал.

К20 — норма денежных резервов — значительное превышение нормы вызвано тем, что высоколиквидные активы в незначительной степени превосходят сумму депозитов, привлеченных до востребования.

Оценка мультипликатора капитала, мультипликационного эффекта и добавленной стоимости капитала банка в табл. 11.14.

Мультипликатор капитала (МК) — это способность банка реализовать возможность привлечения максимальных объемов депозитов и выдачи кредитов или расширение цепи «депозит-ссуда» в расчете на одну денежную единицу капитала банка. Мультипликатор капитала характеризует способность капитала банка привлекать денежные ресурсы, не нарушая устойчивой и доходной работы банка. Мультипликатор колеблется от 2,5 для мелких банков до 12 для крупных. По сути дела, данный показатель характеризует сумму выданных банком ссудных денежных единиц на 1 денежную единицу собственного капитала. Значение мультипликатора капитала равно 10,24; в динамике увеличивается, из чего можно сделать выводы об эффективной системе привлечения банком денежных ресурсов.

Таблица 11.14. Оценка мультипликатора капитала, мультипликационного эффекта и добавленной стоимости капитала банка

Показатель	Единицы измерения	Величина	
		01.01.2004 г.	01.04.2004 г.
Собственный капитал	млн руб.	12142,13	12864,98
Активы	млн руб.	105375,62	131771
Мультипликатор капитала		8,68	10,24
Чистая прибыль	млн руб.	690,205	1696,324
Платные привлеченные средства	млн руб.	95281,38	73067,25
Процентные расходы	млн руб.	8728,55	6211,37
Средний уровень процентной ставки по платным привлеченным ресурсам	%	3,95%	8,50%
Экономическая рентабельность банка	%	4,22%	6,00%
Мультипликационный эффект капитала	%	2,40%	-25,60%
Норма прибыли на капитал		0,0568	0,1319
Добавленная стоимость	млн руб.	210,86	602,69

Но в данной ситуации рост мультипликатора связан с уменьшением собственных средств (в долевом выражении от общей суммы пассивов).

Мультипликационный эффект капитала банка (МЭК) заключается в привлечении и эффективном использовании платных денежных ресурсов. По своей экономической сути он представляет собой разность между экономической рентабельностью КБ и средней себестоимостью привлеченных ресурсов, умноженную на МК. Отрицательный МЭК во втором временном периоде обусловлен резким ростом стоимости среднего уровня процентной ставки по платным привлеченным ресурсам (с 3,95 до 8,50%) и медленным ростом экономической рентабельности деятельности (с 4,22 до 6,00%), таким образом складывается ситуация, при которой Банк больше платит по привлеченным ресурсам, чем зарабатывает за счет активных операций. Рекомендуется пересмотреть состав ресурсной базы, оптимизировать ее, а также увеличить доходность активных операций.

Добавленная стоимость (ДС) – общий оценочный показатель рентабельности и качественных изменений деятельности банка. ДС является критерием оценки управленческой деятельности банка или уровня и качества банковского менеджмента по управлению активами и пассивами. По экономической сути представляет собой разность между рентабельностью собственного капитала и средней стоимостью по привлеченным депозитам. Показатель находится на уровне 602,69 млн руб., в динамике демонстрирует рост, что положительно характеризует качество управленческой деятельности менеджмента банка.

Оценка динамики и структуры нормы прибыли на капитал

Норма прибыли на капитал (НПК) – обобщающий показатель результативности деятельности банка, причем компоненты нормы прибыли (табл. 11.15) позволяют установить зависимость ее размера от влияния каждого из них.

Таблица 11.15. Норма прибыли на капитал

Показатель	T1	T2
Доходность активов	0,132	0,22
Мультипликатор капитала	8,68	10,24
Маржа прибыли	0,05	0,06
Норма прибыли на капитал	0,06	0,13

Норма прибыли на капитал в динамике увеличилась с 0,06 до 0,13 ед. Горизонтальный анализ компонентов данного показателя выявил причины данной тенденции: уменьшение показателя произошло за счет значительного увеличения мультипликатора капитала (с 8,68 до 10,24 ед.), роста доходности активов прибыли (с 0,132 до 0,22 ед.), а также увеличения маржи прибыли на капитал (с 0,05 до 0,06 ед.). Таким образом, рассматривая данный показатель в динамике, можно сделать вывод о растущей результативности деятельности банка.

Анализ кредитной базы банка

Банки кровно заинтересованы в выдаче ипотечных кредитов этой категории частных клиентов. При их кредитовании у банков появляется дополнительный доход в виде процентов за кредит и, кроме того, расширяется клиентская база, что способствует дальнейшему росту заемных банковских ресурсов на основе притока новых частных вкладов. Взяв один раз ссуду и получив хорошее доброжелательное обслуживание в этом банке, семья обратится в следующий раз непременно в этот же банк. По мере роста своего образовательного ценза частные клиенты все чаще прибегают к кредитным услугам банков для повышения своего жизненного уровня и обеспечения сбалансированности своих семейных бюджетов.

Анализ кредитных вложений банка

Проведение активных операций осуществляется филиалом в пределах лимитов, устанавливаемых ему Комитетом по управлению активами ОАО «Банк», в том числе лимитов кредитования на одного заемщика и лимита на кредитование физических лиц.

Общая сумма кредитных вложений на 1 января 2004 г. составила 41 891 млн руб.

Анализ обеспеченности кредитов показал, что доля обеспеченных кредитов в общем объеме кредитных вложений составляет 86,0%. В процентном отношении больше всего необеспеченных ссуд предоставлено физическим лицам.

Кредиты, обеспечением по которым являются поручительства, составляют только 2,4%.

Стоит отметить, что кредиты под залог собственных акции, которые составляют 8,2% от общего объема действующих кредитов, или 2757 млн руб., могут повлечь при невозврате кредита уменьшение расчетного капитала банка (так как суммы, отнесенные на 034 балансовый счет, вычитаются при расчете капитала).

Анализ структуры кредитных вложений по отраслевому признаку свидетельствует об изменении приоритетов в сфере кредитования. Наблюдается снижение доли кредитов, предоставляемых промышленности, при одновременном увеличении кредитования прочих отраслей.

Выдача кредитов под процент различным категориям заемщиков, на различных условиях и на разные сроки для получения прибыли — основная задача функционирования Банка. Эффективность кредитного механизма во многом обеспечивается за счет грамотного и целесообразного формирования кредитного портфеля.

Кредитование как процесс сопряжено с неизбежными рисками: несвоевременной выплаты заемщиком основной суммы кредита и процентов по нему, невыплаты процентов и т. п. В связи с этим возникает необходимость их учета и страхования от возможности наступления подобных ситуаций. Это заключается в создании кредитными организациями специальных резервов (на возможные потери по ссудам, на возможное обесценение ценных бумаг), гарантирующих поддержание нормативов ликвидности на должном уровне.

В целом, анализируя деятельность банка, можно сделать следующие выводы:

- 1) деятельность банка в целом эффективна, в динамике демонстрируется рост результативности;
- 2) ярко выражена недостаточность собственных средств-нетто. Вследствие этого в целом финансовое положение банка характеризуется как неустойчивое; показатели ликвидности банка находятся на критическом уровне;
- 3) отмечен высокий уровень менеджмента, банк проводит активную политику по привлечению ресурсной базы;
- 4) значения коэффициентов ликвидности находятся в пределах установленных норм;
- 5) объем привлекаемых в депозиты средств не в полном объеме обеспечивается и способен покрываться собственными средствами организации, что не совсем рационально;
- 6) банк ведет умеренную, эффективную кредитную политику;
- 7) рентабельность и прибыльность банка растут, следовательно, улучшается финансовое положение в целом и растет его привлекательность как надежной и стабильной кредитно-финансовой организации в глазах потенциальных клиентов и акционеров;
- 8) деловая активность банка находится в пределах нормативного уровня. банк проводит агрессивную политику привлечения средств на срочных условиях и до востребования;
- 9) эффективность управления банка в части доходности операций находится в пределах нормативных значений. Ярко выраженная неэффективность наблюдается в структуре собственных средств (собственные брутто- и нетто-средства).

Использованные в расчете методы оценки

Метод скорректированных чистых активов базируется на текущей стоимости реальных активов, которыми банк владеет в фиксированный момент времени. Данный метод также основывается на расчете текущей стоимости будущих выгод. Кроме того, придание большего веса затратному подходу в значительной степени

оправданно при оценке контрольного пакета акций. Учитывая все вышеизложенное, методу скорректированных чистых активов придается меньший вес, чем методу дисконтирования денежных потоков.

При применении сравнительного подхода, который при высоком уровне развития фондового рынка и рынка слияний и поглощений дает наиболее достоверный показатель стоимости бизнеса, необходимо принять во внимание неразвитость современного фондового рынка в России.

В настоящий момент на открытом фондовом рынке котируются только акции Сбербанка, ВТБ, что не может послужить аналогом для оцениваемого банка, так как различные показатели: активы, собственный капитал и прочее — несопоставимы.

Таким образом, сравнительный подход в рамках данной работы неприменим.

Учет скидок и премий при оценке пакета акций компании закрытого типа

Стоимость, полученная методом дисконтирования денежных потоков в рамках доходного подхода, дает стоимость 100%-ного контрольного пакета акций, так как:

- выражает цену, которую инвестор заплатил бы за владение предприятием;
- расчет денежных потоков базируется на контроле за решениями администрации относительно хозяйственной деятельности предприятия.

Оцениваемый пакет составляет 20% от уставного капитала общества.

Таким образом, исходя из того что объектом оценки является неконтрольный пакет, чтобы получить объективную стоимость данного пакета, необходимо применить скидку на неконтрольный характер. Скидка на неконтрольный характер — это величина, на которую уменьшается стоимость оцениваемой доли пакета (в общей стоимости пакета акций предприятия) с учетом ее неконтрольного характера. Скидка на неконтрольный характер является производной от премии за контроль.

$$P_c = 1 - [1 / (1 + \text{премия за контроль})].$$

Размер коэффициентов контроля (табл. 11.16) определен в Постановлении Правительства РФ «Об утверждении Правил определения нормативной цены подлежащего приватизации государственного или муниципального имущества» от 31 мая 2002 г. № 369.

Таблица 11.16. Коэффициенты контроля

Количество акций (процентов уставного капитала)	Коэффициент контроля
От 75 до 100%	1
От 50% + 1 акция — 75% — 1 акция	0,9
От 25% + 1 акция до 50%	0,8
От 10 до 25%	0,7
От 1 акции до 10% — 1 акция	0,6

На основании вышеприведенной таблицы скидка на неконтрольный характер по оцениваемому пакету акций определена на уровне 30%.

Скидка на неликвидность в данном случае не требуется, поскольку оцениваемые акции являются ликвидным активом.

Метод дисконтирования денежных потоков. Доходный подход ориентирован на учет будущих перспектив банка и является основным при оценке рыночной стоимости кредитно-финансовых институтов. Поскольку деятельность предприятия рентабельна на протяжении рассматриваемого периода, методу дисконтирования денежных потоков при согласовании результатов придан больший вес.

Определение рыночной стоимости затратным подходом

В основу затратного подхода положен принцип — стоимость собственных средств банка (по данным бухгалтерского баланса) представляет собой балансовую стоимость капитала владельцев банка.

В общем случае балансовая стоимость активов не отражает их рыночной стоимости.

Для определения рыночной стоимости основных средств необходимо провести анализ и реструктурирование бухгалтерского баланса с целью создания приведенного баланса, учитывающего все активы банка не по балансовой, а по рыночной стоимости.

Далее, для получения рыночной стоимости собственных средств из суммы всех приведенных активов (с учетом корректировок) вычитают стоимость обязательств банка.

В качестве базы для расчета стоимости методом накопления активов использовались данные бухгалтерского баланса банка по состоянию на 1 апреля 2004 г.

Оценка рыночной стоимости активов банка

Касса и средства в Банке России

Данная группа статей баланса является самой ликвидной. К ней относятся:

- группа статей, объединенная понятием касса, в том числе денежные средства в пути;
- вложения в драгоценные металлы;
- остаток на корреспондентском счете в ЦБ РФ;
- обязательные резервы в ЦБ РФ.

Особенностью статьи «Касса и приравненные к ней средства» является тот факт, что эти активы приносят незначительный доход и связаны с невысоким уровнем риска.

В данном случае оценка денежных средств ОАО «Банк Москвы» проводится в условиях достаточной стабильности, когда темпы инфляции находятся на приемлемом уровне, а колебание курсов валют незначительно. Следовательно, корректировка данной группы статей баланса не требуется. Рыночная стоимость принимается равной балансовой.

Корректировка стоимости основных средств и нематериальных активов

Основные средства и НМА

Нематериальные активы банка представляют собой отраженные по бухгалтерскому учету затраты на оформление лицензий, покупку программного обеспечения. На дату оценки, 1 января 2004 г., в соответствии со второй частью Налогового

кодекса бухгалтерией банка эти объекты были списаны на затраты и не числились на балансе. Поэтому информации по этим объектам предоставлено не было.

У банка нет в собственности объектов недвижимости и земельных участков. Основные средства банка представляют собой оргтехнику, системы безопасности и банковское оборудование. В предоставленном перечне основных средств физически возможно идентифицировать только отдельные объекты: оргтехнику и некоторые виды банковского оборудования. При расчете стоимости основных средств была проведена оценка объектов, которые возможно однозначно идентифицировать. Был рассчитан поправочный коэффициент на отличие рыночной стоимости этих объектов от балансовой. После этого рассчитанный коэффициент был применен к балансовой стоимости остальных основных средств. В результате проведенных расчетов получено, что рыночная стоимость основных средств с учетом сделанных предположений близка по величине к общей остаточной стоимости основных средств. По этой причине отклонение рыночной стоимости основных средств от остаточной было признано незначительным и в расчетах использовалась остаточная стоимость основных средств.

Оценка рыночной стоимости обязательств банка

Классификация обязательств банка может быть представлена следующим образом:

- 1) остатки на расчетных и текущих счетах клиентов;
- 2) депозиты до востребования;
- 3) остатки на счетах банков-корреспондентов — счета «Лоро»;
- 4) срочные депозиты, включая депозитные и сберегательные сертификаты;
- 5) векселя и другие долговые ценные бумаги, эмитированные Банком;
- 6) прочие обязательства.

Банки-корреспонденты являются высоконадежными кредитными организациями с высоким рейтингом, при этом начисление процентов по таким счетам отсутствует, следовательно, балансовая стоимость соответствует рыночной.

Межбанковские кредиты

Межбанковские кредиты выданы банку на срок до 30 дней (в основном на срок до 7 дней), начисление процентов по ним незначительное, уровень финансовой устойчивости ОАО «Банк Москвы», согласно вышеприведенному финансовому анализу, признаным высоким, следовательно, корректировка данной статьи баланса не требуется.

Средства на счетах

Остатки на расчетных и текущих счетах относятся к числу средств до востребования и являются наиболее привлекательными и наименее затратными.

Размер остатков по счетам на 1 апреля 2004 г. является типичным для банка, следовательно, корректировка данной статьи баланса не требуется.

Выпущенные Банком векселя и банковские акцепты

Поскольку исполнителю не было предоставлено информации об условиях погашения данных ценных бумаг, корректировка данной статьи баланса не проводилась.

Срочные депозиты юридических лиц

Оценка рыночной стоимости депозитов проводилась методом дисконтирования денежных потоков. Расчет велся отдельно по рублевым и валютным депозитам.

Оценка депозитов кредитной организации должна учитывать анализ существующей договорной документации, а также сложившуюся рыночную конъюнктуру.

При оценке депозитов кредитной организации необходимо определить премию (скидку) к собственному капиталу банка. Наличие такой премии (скидки) обусловлено различием рыночных процентных ставок по депозитам и договорных процентных ставок.

Оценка стоимости депозитов проведена с точки зрения будущих выплат. Исходя из ставок привлечения средств на рынке и реальной ставки Банка, рассчитаны будущие стоимости по каждому из договоров по факту и в среднем по рынку.

$$\text{Премия (убыток)} \times \text{СК} = FV(\text{дог}) - FV(\text{рын}),$$

где $FV(\text{дог})$ — будущая стоимость депозитов, рассчитанная исходя из договорных процентных ставок; $FV(\text{рыноч})$ — будущая стоимость депозитов, рассчитанная исходя их среднерыночных процентных ставок.

В табл. 11.17 представлен расчет рыночной стоимости Банка методом чистых активов, а в табл. 11.18 — расчет стоимости оцениваемого пакета акций.

Определение рыночной стоимости доходным подходом

Существует несколько методов определения стоимости в рамках доходного подхода. Выбор конкретного метода зависит от объекта и цели оценки, имеющейся в распоряжении информации, состояния рыночной среды и ряда других факторов, оказывающих влияние на конкретные результаты.

Выбор техники проведения расчетов

В рамках доходного подхода стоимость бизнеса может быть определена:

- как стоимость капитализированного дохода (дивидендов);
- как стоимость капитализированной прибыли;
- либо методом дисконтированных денежных потоков.

Стоимость капитализированного дохода (дивидендов) обычно используется при оценке неконтрольных пакетов акций и должна быть скорректирована на контрольный характер пакета при определении стоимости 100%-ного участия (или стоимости доли, дающей право контроля) в капитале компании. Одним из обязательных условий при применении данного метода является свободное обращение акций оцениваемой компании на фондовых рынках. Исходя из этого очевидно, что стоимость оцениваемого предприятия не может быть определена как стоимость капитализированного дохода (дивидендов).

Метод дисконтирования денежных потоков основан на составлении прогнозов получения будущих доходов и их переводе к показателям текущей стоимости. Его отличительной особенностью и главным достоинством является учет несистематических изменений потока доходов, которые нельзя описать математической моделью.

Для определения стоимости бизнеса в рамках доходного подхода в качестве техники проведения расчетов нами принят метод дисконтирования денежных потоков.

Капитализация прибыли — это метод определения стоимости бизнеса одним действием: либо путем деления оцененного годового дохода, получаемого от ведения данного бизнеса, на коэффициент капитализации, либо путем умножения на некоторый мультипликатор. По процедуре проведения данный метод не отличается от предыдущего, коренное его отличие состоит в том, что капитализируется не дивиденд, а чистый денежный поток. В результате получается капитализированная стоимость неограниченного во времени потока дохода. Данная техника расчета применима к равномерному денежному потоку, получаемому от уже сложившегося и нормально функционирующего бизнеса, или потоку, характеризующемуся одинаковыми постоянными темпами роста. Коэффициент капитализации представляет собой ставку, по которой доходы бизнеса переводятся в его стоимость.

Таблица 11.17. Определение итоговой величины стоимости банка ОАО «Банк» методом чистых активов

Группа статей баланса	Рыночная стоимость на 1.01.2004 г.
Активы	
Касса и средства в Банке России	220854
Межбанковские кредиты	14248
Ценные бумаги	70692
Чистые кредиты и прочие средства, предоставленные клиентам	528017
Участие в других организациях	123
Основные средства	15232
Прочие активы	8015
Всего активов	857181
Обязательства	
Остатки на счетах банков-корреспондентов	19432
Межбанковские кредиты	26342
Остатки на счетах клиентов	278402
Депозиты юридических лиц	252075
Депозиты физических лиц	157596
Выпущенные ценные бумаги	64132
Прочие обязательства	36820
Всего обязательств	834799
Стоимость Банка, полученная методом чистых активов	22382

Таблица 11.18. Расчет стоимости оцениваемого пакета акций методом чистых активов

Стоимость 100%-ного пакета акций, тыс. руб.	22382
Стоимость оцениваемого пакета акций (18,3% от уставного капитала), тыс. руб.	4476,40
Скидка на неконтрольный характер	30%
Стоимость оцениваемого пакета акций с учетом скидки на неконтрольный характер, тыс. руб.	3133,48

Формирование денежного потока

Оценка кредитной организации методом дисконтирования денежных потоков по собственному капиталу представляет собой наиболее точный способ оценки ее рыночной стоимости. Для применения этого подхода необходимо определить:

- 1) свободный денежный поток к акционерам кредитной организации.
- 2) ставку, необходимую для дисконтирования свободного потока наличности и определения рыночной стоимости кредитной организации.

Свободный денежный поток к акционерам кредитной организации (свободный поток наличности) многие западные экономисты, такие как Дж. Ф. Синки, Т. Коупленд, определяют как сумму чистого дохода и безналичных расходов за вычетом потока наличности, направленного на увеличение (рост) баланса.

$$\boxed{\begin{array}{c} \text{Свободный поток} \\ \text{наличности} \\ \text{к акционерам КО} \end{array}} = \boxed{\begin{array}{c} \text{Поток} \\ \text{наличности} \\ \text{от операций КО} \end{array}} + \boxed{\begin{array}{c} \text{Прирост} \\ \text{обязательств} \\ \text{КО} \end{array}} - \boxed{\begin{array}{c} \text{Прирост активов} \\ \text{КО} \end{array}}$$

Определение прогнозного периода

Прогнозный период принимается равным 3 годам, с учетом последующей реверсии. За данный период наблюдается рост совокупного дохода. К концу последнего года прогнозируется стабилизация на уровне 5%-ного годового роста.

Определение притока и оттока денежных средств

Поток наличности от операций банка (ПН) определялся на основе следующих допущений:

- 1) рост совокупного дохода на 15% — в первый прогнозный период, на 10% — во второй прогнозный период, на 8% — в третий прогнозный период (прогноз составлен на основе ретроспективных данных банка, обзора банковского сектора в России в целом и в Санкт-Петербурге в частности) и стратегического плана развития банка;
- 2) рентабельность прибыли до налогообложения — 8,74% в последний отчетный период и остается неизменной на протяжении всего прогнозного периода;
- 3) налог на прибыль — 24%.

При прогнозировании потока наличности, идущего на увеличение (уменьшение) баланса банка, рассчитывались две составляющие: общие (суммарные) активы и обязательства банка за каждый прогнозный год, в том числе в остаточном периоде.

Определив таким образом прогнозную величину использования активов, далее рассчитана общая величина активов банка по формуле:

$$\text{Активы} = \text{Совокупный доход банка} / \text{Использование активов.}$$

Далее, с учетом прогнозных значений мультипликатора капитала (МК) и общих активов, рассчитан собственный капитал банка в прогножном периоде:

$$\text{СК} = \text{Активы} / \text{МК.}$$

Определив активы банка и его собственный капитал, спрогнозируем величину наличности, идущей на увеличение (уменьшение) баланса банка (ПНб):

$$\text{Обязательства} = \text{Активы} - \text{СК} = \text{Активы} - (\text{Активы}/\text{МК}).$$

$$\text{ПНб} = \text{Прирост обязательств банка} - \text{Прирост активов банка}$$

Используя результаты расчета потока наличности от операций банка (ПН) и потока, идущего на увеличение (уменьшение) баланса (ПНб), далее определяем общий денежный поток (ДП) для каждого прогнозного периода:

$$\text{ДП} = \text{ПН} + \text{ПНб}.$$

Расчет ставки дисконта

Для расчета ставки дисконтирования в практике оценки применяют три основных метода: метод средневзвешенной стоимости капитала (*WACC*), модель оценки капитальных активов (*SAPM*) и кумулятивное построение. Используемая ставка дисконтирования должна в обязательном порядке соответствовать выбранному виду дохода. Так, если выбран бездолговой денежный поток, то оценщик должен рассчитать ставку по модели средневзвешенной стоимости капитала. Если же выбран денежный поток для собственного капитала, то ставка может быть рассчитана либо кумулятивным методом, либо по модели оценки капитальных активов. В данном случае при определении ставки дисконтирования применялись оба метода.

Определение ставки дисконтирования методом кумулятивного построения

Формула расчета ставки дисконтирования кумулятивным методом:

$$R = R_f + \sum^n R_i,$$

где R_i — риски, присущие данному конкретному бизнесу.

Западная теория оценки определила перечень основных факторов, которые должны быть проанализированы при расчете ставки дисконтирования кумулятивным методом (табл. 11.19).

Таблица 11.19. Факторы риска

Факторы риска	Премия за риск, %
Территориальная диверсификация	0–5
Диверсификация клиентуры	0–5
Доходы: рентабельность и прогнозируемость	0–5
Финансовая структура	0–5
Размер компании	0–5
Качество управления/ключевая фигура	0–5

Безрисковая ставка дохода определена на уровне 13,10% — доходность к погашению ОФЗ¹.

Надбавка за риск вложения в акции. Премия за риск инвестирования в акции (по данным *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 1995 Ibbotson Yearbook*) составляет 7,5%. Банковские акции в России в среднем сопряжены с большими рисками по сравнению с инвестициями в акции предприятий иных отраслей.

¹ См.: Эксперт. 2002. № 47.

Территориальная диверсификация. Территориальная диверсификация — низкая. Банк не имеет филиалов, подавляющая часть кредитного портфеля — кредиты, выданные предприятиям. Надбавка за данный вид риска принята на значительном уровне — 4%.

Диверсификация клиентуры. Клиентура банка достаточно широко диверсифицирована, отсутствует зависимость Банка от нескольких крупных стратегических клиентов. Премия за риск принята на незначительном уровне — 2%.

Финансовая структура. Анализ структуры капитала банка позволил признать ее удовлетворительной. Банк имеет хорошие финансовые показатели и удовлетворяет требованиям нормативов. Премия за риск принята на незначительном уровне — 2%

Размер предприятия. Малые банки (в большинстве случаев размер адекватно отражен чистыми активами или количеством персонала) имеют более высокую доходность, и поэтому для них требуется более высокая надбавка, тогда как крупные банки обычно менее доходны. В зависимости от размера надбавку можно принимать от 0 до 5%. ОАО «Банк» относится к средним региональным банкам, следовательно, надбавка за данный вид риска принята на среднем уровне — 2,5%.

Прибыли: норма и прогнозируемость. Деятельность банка на протяжении всего рассматриваемого периода рентабельна. Стабильность получения доходов и степень вероятности их получения — высокие. Тем не менее получение достаточного уровня дохода для банка сопряжено с более высоким риском, чем для предприятия. Таким образом, надбавку за данный вид риска принимаем на среднем уровне — 2,5% (табл. 11.20).

Таблица 11.20. Проценты премии за риск

Факторы риска	Премия за риск, %
Безрисковая ставка	13,10
Надбавка за риск вложения в акции	7,5
Территориальная диверсификация	4
Доходы: рентабельность и прогнозируемость	2,5
Финансовая структура	2
Размер компании	2,5
Диверсификация клиентуры	2
Прочие виды риска	3
Итоговая ставка дисконтирования	36,66

Ставка дисконтирования методом кумулятивного построения определена на уровне 36,66% (расчет производится в рублях).

Определение ставки дисконтирования методом CAPM

Формула расчета ставки дисконтирования методом CAPM:

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f) + S_1 + S_2 + S_3,$$

где R — ставка дисконтирования; R_f — безрисковая ставка дохода; β — коэффициент бета; S_1 — надбавка за размер; S_2 — премия за риск, характерный для данного бизнеса; S_3 — прочие виды риска.

Безрисковая ставка дохода определена выше.

Поскольку на открытом фондовом рынке котируются только векселя ОАО «Сбербанк», коэффициент бета определен по оцениваемому банку на уровне коэффициента бета Сбербанка – 0,6125 (www.akm.ru).

Среднерыночная доходность определена на основе анализа сводных межотраслевых индексов (сводный индекс РТС). Ее величина на дату оценки составила порядка 30%.

Надбавки S_1 , S_2 и S_3 определены выше.

$$R = 13,10\% + 0,6125 \times (30\% - 13,10\%) + 8\%.$$

Таким образом, ставка дисконтирования методом CAPM определена на уровне 30,95% (табл. 11.21).

Таблица 11.21. Расчет ставки дисконтирования и капитализации

		Ставка	Вес
Метод	Кумулятивный	36,66 %	0,7
	CAPM	30,95 %	0,3
Расчетная ставка дисконтирования		35%	
Средний темп прироста (g) в остаточный период		5%	
Ставка капитализации для чистого денежного потока терминального года		30%	

Расчет величины стоимости в прогнозный период

Будущие годовые денежные потоки были продисконтированы с использованием коэффициента текущей стоимости для середины года, так как денежные средства поступают в течение всего года и использовать ставку дисконта для конца года некорректно.

Остаточная стоимость представляет собой стоимость по истечении трехлетнего прогнозного периода. Для расчета стоимости была использована формула капитализации чистого денежного потока. В качестве базы рассматривался чистый денежный поток года, следующего за прогнозным периодом (табл. 11.22).

Расчет стоимости пакета акций в рамках доходного подхода приведен в табл. 11.23.

Выше была проведена оценка стоимости права собственности на пакет обыкновенных акций (20% от уставного капитала) ОАО «Банк» в рамках затратного и доходного подходов. Для получения итоговой величины необходимо произвести согласование результатов, полученных разными подходами.

Согласование результатов в табл. 11.24 и 11.25.

Рыночная стоимость права собственности на пакет обыкновенных акций (20% от уставного капитала) ОАО «Банк» по состоянию на 1 января 2004 г. составляет округленно: 3 300 000 (три миллиона триста тысяч) рублей.

11.2. Оценка офисов

Для оценки офисных зданий необходимо использовать метод капитализации дохода, так как такие здания приобретаются для получения дохода от их эксплуатации.

Задача оценщика состоит в том, чтобы определить чистый операционный доход и соответствующие ставки капитализации.

Таблица 11.22. Расчет стоимости в рамках доходного подхода

Показатель	2003 г.	Прогнозный период			Остаточный период
		1-й	2-й	3-й	
Темп роста		15%	10%	8%	5%
Совокупный доход	180542	207623	228386	246 656	258989
Прибыль до налогообложения	15776	18142	1957	21553	22631
Налог на прибыль	3786	4354	4790	5173	5431
Чистая прибыль	11990	13788	15167	16 380	17199
Активы	821369	944574	1039032	1122154	1178262
Использование активов	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22
Изменение активов		123205	94457	83 123	56108
Собственный капитал	76538	88019	96821	104 566	109795
Мультипликатор капитала	10,73	10,73	10,73	10,73	10,73
Обязательства	744831	856556	942211	1017588	1068468
Прирост обязательств		111725	85656	75377	50879
Поток наличности, идущий на увеличение (уменьшение) баланса банка		-11481	-8802	-7746	-5228
Денежный поток		2308	6365	8635	11971
Ставка дисконтирования					
Текущая стоимость будущего денежного потока		1986	4058	4078	
Текущая стоимость будущих денежных потоков	10122				
Текущая стоимость реверсии	13959				
Итого стоимость, полученная методом дисконтирования денежных потоков	24080				

Таблица 11.23. Расчет стоимости пакета акций в рамках доходного подхода

Стоимость, полученная доходным подходом, тыс. руб.	24080
Оцениваемая доля собственности (20% от УК), тыс. руб.	4861,00
Скидка на неконтрольность	30%
Стоимость оцениваемого пакета, полученная в рамках доходного подхода, тыс. руб.	3416,20

Таблица 11.24. Весовые коэффициенты

№ п/п	Наименование фактора	Доходный подход, %	Затратный подход, %
1	Учет влияния рыночной ситуации	67	33
2	Учет влияния размера пакета	80	20
3	Достоверность информации	33	67
4	Учет специфики объекта	25	75
5	Наличие исходной информации	25	75
6	Отражение тенденции	80	20
	Интегральный показатель качества подхода (весовой коэффициент)	52	48

Таблица 11.25. Итоговая таблица согласования результатов оценки

Подход	Стоимость, тыс. руб.	Вес, %	Вклад подхода в рыночную стоимость, тыс. руб.
Затратный подход	3133,48	48	1504,070
Доходный подход	3416,20	52	1776,424
Итого		3280,494	
Итого рыночная стоимость пакета акций (округленно), тыс. руб.		3300	

Показатель чистого операционного дохода зависит от платы за арендованные помещения и расходов по эксплуатации здания. Не существует каких-либо единых правил, на которых офисное здание сдается в аренду, особенно в российских условиях неотрегулированности законодательной базы и высоких ставок налога.

Каждый договор аренды является индивидуальным и может содержать много различных условий и ограничений, в том числе не отраженных в договоре аренды. Прежде чем приступить к оценке офисного здания, оценщик должен внимательнейшим образом исследовать договоры аренды.

Офисное здание может быть сдано целиком одному арендатору, крупными блоками, например этажами, нескольким арендаторам или множеству мелких арендаторов. Кроме того, часть помещений может занимать сам домовладелец. В зависимости от этих условий могут различным образом распределяться расходы по эксплуатации здания.

Если здание целиком передается одному арендатору, то, как правило, все расходы по эксплуатации возлагаются на него. Если здание сдается частями большому количеству арендаторов, то расходы по ремонту внешней инфраструктуры, коридоров, фасадов, главного входа, вспомогательных помещений и т. д. владелец берет на себя. Договорами аренды могут быть предусмотрены условия оплаты арендаторами части расходов по ремонту и коммунальным услугам.

Основное правило состоит в том, что владелец здания для устранения как можно большего числа случайных расходов и гарантии стабильности дохода будет стремиться переложить большую часть расходов на арендаторов.

В случае, если здание сдается частями и владелец оставляет за собой какую-то часть здания и предлагает арендаторам дополнительные услуги, которые могут быть включены в арендный договор или оплачиваться отдельно, то денежные потоки оценщик должен разложить на составляющие: валовой доход, эксплуатационные расходы, чистый операционный доход и ставка капитализации.

Валовой доход будет состоять из:

- рентной платы существующих арендаторов;
- дохода от помещений, занимаемых владельцем;
- потенциального дохода от еще не сданных площадей;
- потенциального дохода от перезаключения контрактов с существующими арендаторами после истечения их сроков.

Эксплуатационные расходы включают:

- коммунальные платежи;
- затраты на оплату обслуживающего персонала;

- страхование;
- затраты на ремонт;
- затраты на эксплуатацию лифтов;
- затраты на уборку помещений и территории;
- налоги.

Ставка капитализации может значительно изменяться в зависимости от типа здания, его местоположения, возможности полной аренды строения, а также от большого числа других факторов, влияющих на риск вложения капитала в офисное строение.

Когда здание сдается большому числу мелких арендаторов, то величина арендной ставки может быть чрезмерно завышенной или заниженной. Здесь может сказаться фактор устойчивой платежеспособности арендатора. Оценщику следует сопоставить эти ставки арендной платы со средними условиями на момент оценки. Если проведенный анализ показывает устойчивость поступления доходов от арендной платы, то валовой доход может быть определен суммой фактических поступлений от аренды, а нетто-доход может быть капитализирован единообразно.

Следует иметь в виду, что когда оценщик оценивает доход от сдачи свободных площадей, то он должен привлекать данные по арендной плате из внешнего сравнения без привлечения аналогов из данного офисного здания.

Пример. Составление реконструированного отчета о доходах для бизнес-центров.

Основным моментом при оценке методом прямой капитализации дохода рыночной стоимости таких объектов недвижимости, как административные здания, бизнес-центры и другие комплексы офисного назначения, является составление реконструированного отчета о доходах. Реконструированный отчет о доходах выполняется на основе форм финансовой отчетности: баланса и отчета о доходах. Прежде всего он необходим для расчета величины чистого операционного дохода, применяемого для целей оценки. Так как определение чистого операционного дохода, применяемого для целей оценки, отличается от определения чистой операционной прибыли, применяемой для целей бухгалтерского учета, реконструированный отчет о доходах отличается от отчетов о доходах, выполненных бухгалтерами.

Реконструированный отчет о доходах представлен в форме табл. 11.26.

Рассмотрим подробно особенности формирования каждой позиции этого документа.

Потенциальный валовой доход — общий доход, который можно получить от недвижимости при 100%-ной занятости без учета всех потерь и расходов. Он включает арендную плату со всех площадей, увеличение арендной платы в соответствии с договором и другие доходы от недвижимости.

Плановая аренда — это часть потенциального валового дохода, которая образуется за счет условий арендного договора. При расчете плановой аренды необходимо учитывать все скидки и компенсации, направленные на привлечение арендаторов. Такие позиции могут иметь вид дополнительных услуг арендаторам, возможности для арендаторов прерывать договор, использование репутации здания и т. д.

Таблица 11.26. Реконструированный отчет о доходах

Показатели	Величина показателя
Потенциальный валовой доход	
Плановая аренда ⁽¹⁾	
Скользкий доход	
Рыночная аренда ⁽²⁾	
Прочие доходы	
Итого потенциальный валовой доход	
Вакансии и потери в ренте	
Действительный валовой доход	
Операционные расходы	
постоянные	
переменные	
расходы на замещение	
Итого операционные расходы	
Чистый операционный доход	
Обслуживание ипотечного кредита	
Денежный поток до выплаты налогов (дивиденды на собственный капитал)	

Скользкий доход образуется за счет пунктов договора, предусматривающих дополнительную оплату арендаторами тех расходов, которые превышают значения, отмеченные в договоре.

Рыночная аренда — это часть потенциального валового дохода, которая относится к свободной и занятой владельцем площади. Определяется на основе рыночных ставок арендной платы.

Прочие доходы — доходы, получаемые за счет функционирования недвижимости и не включаемые в арендную плату. В эту позицию включаются доходы от пользования гаражом и автостоянкой, оплата телевизионных подключений, доход от торговых автоматов и т. д. Разделение доходов на доходы от недвижимости и доходы от бизнеса должно соответствовать традициям местного рынка.

Потери арендной платы имеют место за счет неполной занятости объекта, смены арендаторов и неуплаты арендной платы. Обычно эти потери выражают в процентах по отношению к потенциальному валовому доходу и определяются для каждого местного рынка. Оценка занятости должна проводиться с учетом тенденций изменения спроса и предложения на будущий период.

Действительный, или эффективный, валовой доход есть предполагаемый доход при полном функционировании собственности с учетом потерь от незанятости, смены арендаторов и неплатежей арендаторов.

Операционные расходы, или расходы на содержание, являются важнейшей характеристикой недвижимости. Операционные расходы — это периодические расходы для обеспечения нормального функционирования объекта и воспроизводства действительного валового дохода.

Исходя из экономической сути отдельных статей расходов они могут быть отнесены к одной из трех групп:

- постоянные расходы;
- переменные расходы;

- расходы на замещение.

К *постоянным* расходам относят расходы, которые не зависят от степени заполненности объекта. Обычно это налоги на недвижимость, некоторые эксплуатационные расходы и страховка здания. Страхование бизнеса и личной собственности не относится к функционированию объекта.

К *переменным* относят расходы, которые связаны с интенсивностью использования собственности и уровнем предоставляемых услуг. Для каждого вида собственности характерны некоторые отличия в составе переменных расходов, однако следующие позиции имеют место практически для любого объекта:

- расходы на управление;
- расходы по заключению договоров аренды;
- заработная плата обслуживающему персоналу;
- коммунальные расходы — газ, электричество, вода, тепло, канализация;
- расходы на уборку;
- расходы на эксплуатацию и ремонт;
- расходы на содержание территории и автостоянки;
- расходы по обеспечению безопасности и т. д.

Расходы на управление имеют место независимо от того, кто управляет — сам владелец или управляющий по контракту. Обычно принято определять величину расходов на управление в процентах от эффективного валового дохода в зависимости от типа недвижимости. Большие арендные комплексы могут иметь отдельные офисы, жилые помещения для управляющих, кроме того, могут иметь место значительные расходы на почту, телефон, юридические и бухгалтерские консультации, рекламу и т. д.

Расходы по заключению договоров аренды включают оплату агентов, ведение и сохранность договоров аренды. Для давно функционирующей собственности эти расходы могут быть включены в состав затрат на содержание. Однако для вновь вводимой в эксплуатацию собственности расходы на привлечение арендаторов и заключение первых договоров могут быть значительными и относятся к капитальным вложениям на развитие собственности. При расчете чистого операционного дохода расходы по оформлению аренды могут быть либо учтены в году выплаты, либо могут быть распределены на весь срок аренды.

Расходы на заработную плату включают оплату персонала, непосредственно занятого на содержании и эксплуатации объекта.

Расходы на коммунальные услуги определяются из прошлых объемов их потребления или из сравнительного анализа функционирования подобных объектов. При анализе этой статьи расходов следует обратить внимание на распределение оплаты коммунальных услуг между владельцем и арендатором.

Расходы на уборку определяются в виде ставки на единицу площади, независимо от того, будет ли уборкой заниматься обслуживающий персонал или специальная фирма. Эти расходы аналогичны расходам на горничных в гостиницах и могут возлагаться или на владельца, или на арендатора.

Расходы на эксплуатацию и ремонт инженерного оборудования здания. Сумма расходов на эксплуатацию и ремонт связана с суммой расходов на замещение. Чем больше сумма замещения, тем меньше расходы на ремонт.

Расходы на содержание территории и автостоянки целиком зависят от сложности эксплуатации и могут быть включены в арендную плату арендаторам, которые ими пользуются.

Расходы по обеспечению безопасности зависят от местных условий и размеров охраняемой собственности. В эту статью включаются расходы на организацию пропускного режима, патрулирование, содержание охранных систем и оборудования.

Расходы на замещение — это постоянные расходы, предусматривающие периодическую замену быстроизнашивающихся компонентов улучшений. Обычно к аким компонентам относят:

- кровлю, покрытие пола, а также другие строительные элементы с коротким сроком эксплуатации;
- санитарно-техническую и электроарматуру и приборы;
- механическое оборудование;
- пешеходные дорожки, подъездные дороги и т. п.

К этой же статье расходов относят расходы на косметический ремонт арендуемых помещений перед вселением нового арендатора, если ремонт оплачивает владелец.

Если в период предполагаемого срока владения не предусматривается замена быстроизнашивающихся компонентов, расходы на их замещение не учитываются, а их износ будет учтен при продаже собственности.

Для составления реконструированного отчета о доходах используются данные местного рынка и данные из бухгалтерской отчетности. При этом данные из бухгалтерских отчетов в чистом виде использовать для целей оценки нельзя.

Обычно владельцу недвижимости представляется отчет о доходах, в котором содержится перечень всех выплат, произведенных в течение года. Некоторые позиции, включаемые в отчет, подготовленный для владельца, при подготовке реконструированного счета о доходах для целей оценки следует исключить. К этим позициям относятся:

- расходы, связанные с бизнесом;
- бухгалтерская амортизация;
- подоходный налог с владельца;
- корпоративные затраты;
- добавления к капиталу (капиталовложения).

При оценке расходов следует выделять те расходы, которые направлены на поддержание функционирования бизнеса.

Бухгалтерская амортизация не является реальным денежным платежом. Кроме того, бухгалтерская амортизация рассчитывается на основе прошлых затрат, которые не связаны с текущей рыночной стоимостью, а величина ее часто связана с налоговым положением владельца. Наконец, главным моментом здесь является то, что методы и процедуры капитализации учитывают возврат инвестированного капитала, поэтому учет амортизации является для целей оценки излишним.

Величина подоходного налога с владельца не зависит собственно от параметров самой недвижимости, а определяется формой владения и правами собственности.

Поэтому отнесение подоходных налогов к операционным расходам является некорректным.

Затраты, связанные с корпоративным владением собственностью, также относятся не к самой недвижимости, а связаны с типом организационно-правовой формы владения. Поэтому этот тип затрат также не включают в реконструированный отчет о доходах, предназначенный для целей оценки.

Расходы на капитальные улучшения, т. е. капиталовложения, не повторяемые ежегодно и не включаемые в перечень ежегодных затрат на содержание, также являются особенностью реконструированного отчета о доходах. Такие улучшения могут увеличить чистый годовой доход или продлить срок экономической жизни здания. Поэтому на практике при анализе дисконтированных денежных потоков величины капитальных расходов вычитаются из чистого операционного дохода в том периоде, когда они имеют место.

В данном учебном примере рассматривается образец составления реконструированного отчета о доходах для определения чистого операционного дохода на примере реального административного здания, типичного бизнес-центра.

Общие данные

Административное здание постройки 1971 г.

Общая площадь здания 13 000 м².

Площадь, предлагаемая для сдачи в аренду, 6500 м².

Объект включает два здания: главный корпус с офисами и актовым залом, вспомогательный корпус со спортивным залом, небольшой гостиницей, трансформаторной подстанции, гаражи. На земельный участок и здания оформлено право собственности. Часть площадей в здании занимает собственник и управляющая компания. Поскольку здание сравнительно новое, то его планировка отвечает современным требованиям и соотношение арендопригодной и общей площади составляет 75%.

Практически все площади сданы в аренду. В арендуемую площадь по договорам включена только площадь комнат. Периодически сдаются для проведения различных мероприятий или занятий спортивных секций актовое и спортивное залы. Заключение договоров аренды — это сложный процесс. Договоры заключались в разное время, арендаторы имеют свою историю, поэтому в бизнес-центре нет единой для всех арендаторов ставки аренды — за 1 м² сдаваемой в аренду площади. После кризиса арендная плата устанавливалась не в рублях и не в долларах США, а по договорному курсу, устанавливаемому управляющей компанией ежемесячно. Этот курс привязан к изменению условной единицы, назначаемой КУГИ за помещения, арендодателем которых является город, и курсу доллара США, устанавливаемому КУГИ. Вновь заключаемые договора уже фиксируются не в условных единицах, а в долларах США.

Поскольку в здании ведется ремонт, то общая площадь, пригодная к сдаче в аренду, меняется в течение года. Каждый месяц определяется плановая площадь, коэффициент недозагрузки меняется в течение года, но не превышает 10%.

Договоры с городскими инженерными ведомствами (Водоканалом, Ленэнерго, ГП ТЭК и др.) заключены управляющей компанией. В величину арендной платы по договору входят собственно арендная плата с налогом на добавленную стои-

мость, оплата коммунальных услуг, абонентская плата за телефон, услуги охраны, услуги управляющей компании, уборка помещений, без разделения суммы по позициям.

Доходная часть отчета (действительный валовой доход) включает следующие позиции:

- поступления по договорам аренды;
- оплата междугородных переговоров;
- арендные платежи за использование территории двора, актового и спортивного зала, гостиницы;
- оплата долга за предыдущие месяцы.

На следующем этапе составления отчета определяются операционные расходы. Они состоят из постоянных и переменных расходов.

1. Переменные расходы сильно зависят от степени заполненности здания и включают следующие позиции (процент от общих затрат):

- электроэнергия — 9;
- теплоэнергия — 7;
- водоснабжение — 1;
- абонентская плата за телефон — 7;
- оплата междугородных телефонных разговоров — 10;
- охрана (оплата по договору с охранной фирмой) — 12;
- вывоз мусора — 1;
- обслуживание лифтов — 0,5;
- дезинфекция — 0,4;
- зарплата персонала управляющей компании с начислениями — 24;
- хозяйственные затраты и текущий ремонт — 12;
- страховка — 0,1;
- налоги — 17.

В статье «Хозяйственные затраты и текущий ремонт» учтены расходы на покупку канцелярских товаров, товаров бытовой химии, обслуживание автомобиля управляющего, покупку компьютеров, нормативной литературы, участие в семинарах, замену электрических щитков, замена задвижки в теплоцентре и т. п.

2. Постоянные расходы. К постоянным относятся расходы, которые не зависят от степени заполненности здания. К ним относятся:

- налог на недвижимое имущество;
- земельный налог;
- страхование здания.

Отношение величины операционных расходов к действительному валовому доходу называется коэффициентом оперативных расходов. Для рассматриваемого примера он составляет порядка 46%.

Реконструированный отчет о доходах для данного бизнес-центра приведен в табл. 11.27.

Таблица 11.27. Реконструированный отчет о доходах для бизнес-центра

№ п/п	Параметры	Ед. изм.	Всего за 12 мес.	Среднее за 12 мес.
1	Общая площадь объекта	м ²	13926,4	
2	Арендопригодная площадь	м ²	10269,41	
<i>Полученные и планируемые доходы</i>				
3	Курс \$ на середину месяца	руб.	25,8	24,7
4	Курс у. е. КУГИ	руб.		12,6
5	Курс у. е. управляющей компании	руб.		16,2
6	Планируемая к сдаче площадь	м ²		8623,4
7	Сдаваемая в аренду площадь (по договорам)	м ²	83041,9	6920,2
8	Плановые поступления от аренды	руб.	10754087,5	977644,3
8.1	Средняя планируемая арендная плата, п. 8/п. 6	руб./м ²		112,7
9	Фактические поступления от аренды	руб.	8247869,0	687322,4
9.1	Средняя фактическая арендная плата, п. 9/п. 7	руб./м ²		98,3
9.2	Недосбор арендной платы	%		26,8
10	Оплата долга за предыдущий месяц за аренду и ММТ	руб.	2322527,8	193544,0
11	Поступления от арендаторов за ММТ	руб.	335453,1	27954,4
12	Итого все платежи, п. 9 + п. 10 + п. 11	руб.	10905849,9	908820,8
12.1	Итоговые месячные платежи на 1 м ² сдаваемой в аренду площади, п. 12/п. 7	руб./м ²	1576,0	131,1
12.2	То же на 1 м ² общей площади, п. 12/п.1	руб./м ²	783,1	65,3
12.3	То же на 1 м ² арендопригодной площади, п. 12/п. 2	руб./м ²	1062,0	88,5
12.4	Итоговые месячные платежи п. 12	\$	441485,6	36790,5
12.5	То же на 1 м ² сдаваемой в аренду площади	\$/м ²	63,8	5,3
12.6	То же на 1 м ² общей площади	\$/м ²	31,7	2,6
12.7	То же на 1 м ² арендопригодной площади	\$/м ²	43,0	3,6
<i>Коммунальные платежи и текущие расходы по обслуживанию</i>				
13	Электроэнергия	руб.	500994,9	41749,6
14	Теплоэнергия	руб.	412769,9	34397,5
15	Водоснабжение	руб.	62435,6	5203,3
16	Абонентская плата за телефон	руб.	387774,7	32314,6
17	ММТ	руб.	596314,5	49692,9
18	Охрана	руб.	612870,0	51072,5
19	Вывоз мусора	руб.	38475,4	3206,3
20	Лифты	руб.	19896,3	1658,0
21	Дезинфекция	руб.	9360,0	780,0
22	Зарплата с начислениями	руб.	1289822,4	107485,2
23	Хозяйственные затраты и текущий ремонт	руб.	743161,0	61930,1
24	Всего затраты по обслуживанию здания	руб.	4673874,6	389489,6
24.1	То же на 1 м ² общей площади	руб./м ²	335,6	28,0
24.2	То же на 1 м ² арендопригодной площади	руб./м ²	454,0	37,8
24.3	То же на 1 м ² сдаваемой в аренду площади	руб./м ²	619,1	51,6
<i>Налоги</i>				
25	Налог с продаж	руб.	47349,912	3945,826
26	Налог на имущество	руб.	298231,2	24852,6
27	Налог на пользователей дорог	руб.	188762,76	15730,23

Таблица 11.27 (окончание)

№ п/п	Параметры	Ед. изм.	Всего за 12 мес.	Среднее за 12 мес.
28	Налог на прибыль	руб.	41650,8	3470,9
29	НДС	руб.	410940	34245
30	Налог на рекламу	руб.	840	70
31	Всего налоги	руб.	987774,7	82314,6
32	Итого расходы, п. 24 + п. 31	руб.	5661649,3	471804,1
32.1	То же на 1 м ² общей площади	руб./м ²	406,5	33,9
32.2	То же на 1 м ² арендопригодной площади	руб./м ²	550,0	45,8
32.3	То же на 1 м ² сдаваемой в аренду площади	руб./м ²	750,0	62,5
33	Расходы п. 32 в долларах США	\$	228785,0	19065,4
34	ЧОД, п. 12 – п. 32	руб.	5244200,6	437016,7
34.1	То же на 1 м ² общей площади	\$/м ²	15,3	1,3
34.2	То же на 1 м ² арендопригодной площади	\$/м ²	20,7	1,7
34.3	То же на 1 м ² сдаваемой в аренду площади	\$/м ²	28,2	2,3

11.3. Оценка гостиничного бизнеса

По данным ВТО доходы от отрасли туризма являются наибольшими по сравнению с другими секторами мировой экономики. Ежегодный рост инвестиций в индустрию туризма составляет около 30%.

Развитие туризма в России, как внутреннего, так и выездного, далеко от уровня развитых стран и ни в коей мере не соответствует ее потенциалу. В последнее время этому вопросу уделяется повышенное внимание на самом высоком уровне. Одним из примеров такого внимания служит принятие и поэтапное выполнение Федеральной целевой программы «Развитие туризма в Российской Федерации», предусматривающей развитие туристских объектов во всех регионах России.

Основными клиентами гостиниц являются туристы, коммерсанты или другие деловые люди. В этом смысле спрос на гостиничные услуги востребован прежде всего в местах, определяющихся как «культурные» или «деловые» центры. В РФ это относится к Москве (позиционируется как «деловой» центр) и Санкт-Петербургу (как «культурный» центр).

В связи с этим одним из факторов, определяющих гостиничный бизнес, является его местоположение. Удобное местоположение гостиничного бизнеса в культурном или деловом центре значительно повышает востребованность его услуг.

Следующей главной составляющей гостиничного бизнеса является его базисный элемент — недвижимость, служащая для размещения в нем клиентов — потребителей гостиничного бизнеса. Определяющие его ценности: удобство и безопасность проживания.

Еще один фактор гостиничного бизнеса — это уровень сервиса. В каждом конкретном случае предпринимателю приходится решать многофакторную, динамичную во времени задачу оптимизации уровня рентабельности и в соответствии с этим принимать решение по установлению целесообразного уровня сервиса.

Диверсификация бизнеса и поиск новых сфер деятельности приводят все больше инвесторов в гостиничную отрасль. Гостиничный бизнес предполагает новые возможности «работы» денежных средств, поскольку другие виды бизнеса уже достаточно плотно освоены основными игроками рынка. Бизнес по оказанию услуг размещения имеет специфику, отличающую его от других проектов, предполагающих использование объекта недвижимости в качестве основы будущей деловой активности. Эти различия проявляются как на стадии строительства (выбор площадки, проектирование), так и на стадии эксплуатации объекта (управление обслуживанием, стратегия продаж и т. п.). Также при решении вопросов о финансировании того или иного проекта принимаются во внимание не только соображения краткосрочной отдачи, но и такие показатели, как длительность жизненного цикла. Гостиничный бизнес гарантирует постоянный приток денежных средств в течение довольно длительного времени, даже без осуществления крупных расходов на реновацию. При этом гостиничный бизнес позволяет гибко варьировать тарифы не только в течение месяца или недели, но и ежедневно. Договоры же на аренду офисных или торговых площадей заключаются, как правило, на год и не предусматривают возможности изменения тарифов в течение этого срока. Другое не менее важное обстоятельство — наличие высокого спроса на эти услуги при относительно стабильном состоянии деловой активности на других сегментах рынка.

Интерес к гостиничному бизнесу проявляют и строители. Это воспринимается вполне естественно, поскольку гостиницы логично дополняют прочие проекты недвижимости, такие как возведение жилья, офисных и торговых комплексов. С последними коллективные средства размещения имеют особенно много общего, что позволяет им выступать в тесной увязке. Такой симбиоз вполне устраивает и владельцев, и потребителей.

Оценка гостиниц имеет ряд особенностей по сравнению с другими видами собственности. Например, общая площадь помещений гостиницы не имеет такого большого значения, как способность гостиницы привлечь клиентов. Эта способность во многом определяется ее местоположением и рядом других факторов, которые должны быть выявлены оценщиком при личной инспекции объекта.

Как правило, гостиницы по своим техническим характеристикам очень трудно переоборудовать под объекты другого назначения, например офисы, оздоровительные центры, лечебные учреждения и т. д. Однако в России имеется большое количество ведомственных гостиниц, которые строились без учета требований рыночной экономики. Поэтому при оценке гостиниц, например, для целей приватизации, оценщик должен провести анализ наилучшего и наиболее эффективного использования, так как может оказаться, что сегодняшнее использование гостиницы не является наилучшим и наиболее выгодным.

Если в результате анализа выяснится, что текущее использование гостиницы является наилучшим и наиболее эффективным, то в процессе инспекции оценщик должен получить ответы на следующие вопросы:

- какие существуют юридические ограничения на использование гостиницы, кто является ее владельцем и каковы его права;
- каковы источники дохода гостиницы, т. е. каково соотношение дохода от сдачи номеров и эксплуатации баров, ресторанов, банкетных залов и других помещений;

- каковы уровень комфорта и разрядность гостиницы;
- кто является собственником мебели в гостинице, не является ли она арендованной;
- какова дифференциация номеров гостиницы по уровню комфорта и уровню оплаты;
- каков уровень затрат на текущий и капитальный ремонт здания и содержание прилегающей территории и т. д.

При проведении инспекции важно собрать как можно больше информации об объекте, чтобы затем использовать ее в процессе оценки. Необходимо изучить финансовую информацию за последние три отчетных года и любыми доступными путями получить всю доступную информацию о потенциальных доходах от эксплуатации гостиницы. Расходы также должны быть разбиты на отдельные статьи: расходы на ремонт, зарплату, административные расходы, рекламу и т. д. Необходимо, помимо этого, выяснить категории клиентов, пользующихся гостиницей как в будни, так и в выходные дни.

В процессе инспекции целесообразно рассчитать коэффициент занятости на койку и на номер в гостинице на недельной, месячной и годовой базе, а также достигнутый уровень ставки дохода за номер, номер в сутки и сравнить его с тарифными ставками.

После проведения инспекции необходимо изучить рыночные условия для данного сегмента рынка и прежде всего уяснить, к какому классу относится оцениваемая гостиница. После этого уточняется, какая конкуренция существует в этом классе гостиниц и какова она будет в будущем.

Такие характеристики, как наличие участка под расширение, объем отложенного ремонта, срок службы строений и оборудования, использование арендованной мебели в отличие от собственной, а также месторасположение, в совокупности оказывают значительное влияние на общую стоимость объекта.

Иногда при оценке гостиниц применяется затратный подход, в соответствии с которым определяется рыночная стоимость земельного участка, к которой прибавляется оценочная стоимость произведенных на нем улучшений, рассчитанная по цене замещения, за вычетом физического, функционального и экономического износа. При использовании данного подхода не учитываются характеристики доходности объекта. Кроме того, предполагается, что на дату оценки спрос на номера с момента начала работы объекта не изменился или даже возрос. Однако рынок мог измениться за это время, и соответственно другим должен быть вывод относительно параметров новой гостиницы в данном районе.

Некоторые оценщики используют рыночный подход, в основе которого лежит анализ объема продаж сопоставимых объектов. Наиболее сложным этапом является поиск объектов, обладающих достаточным набором характеристик, которые можно признать в точности соответствующими объекту оценки. При использовании данной методики почти невозможно установить мотивы назначения цены продажи владельцем, так же как и мотивы покупателя, готового заплатить ту или иную сумму. И те и другие мотивы могут послужить причиной значительного несоответствия между реальной стоимостью собственности и ценой продажи.

Наибольшим признанием пользуются методы, используемые в рамках доходного подхода, поскольку считается, что они обеспечивают установление наиболее

реалистичной стоимости. Гостиницы относятся к категории предприятий, требующих больших затрат труда управленческого и другого персонала. Они также требуют постоянного ведения маркетинговой деятельности и контроля по всему диапазону предоставляемых услуг. Но как бы то ни было, став владельцем гостиницы, вы приобретаете возможность получения потока доходов и его приумножения.

В качестве примера оценки рассмотрим ОАО «Гостиница».

Расчет стоимости объекта оценки по затратному подходу

Расчет стоимости прав аренды земельного участка

Для оценки рыночной стоимости прав аренды земельного участка используется метод сравнения продаж. Данный метод является одним из методов оценки, изложенных в Методических рекомендациях по определению рыночной стоимости права аренды земельных участков, утвержденных Распоряжением Минимущества России от 10 апреля 2003 г. № 1102-р.

Метод сравнения продаж применяется для оценки стоимости прав аренды земельных участков, как занятых зданиями, строениями и (или) сооружениями, так и незастроенных земельных участков. Условие применения метода — наличие информации о ценах сделок с земельными участками, являющимися аналогами оцениваемого. При отсутствии информации о ценах сделок с земельными участками допускается использование цен предложения (спроса).

В результате исследования рынка земельных участков были выявлены следующие объекты, аналогичные по своим характеристикам оцениваемому участку (табл. 11.28).

Таблица 11.28. Характеристика объектов-аналогов

Адрес	Площадь участка, м ²	Дата	Цена, руб.
Объект 1	1510,0	25.06.2004 г.	592644
Объект 2	1200,0	25.06.2004 г.	177225
Объект 3	1473,0	29.06.2004 г.	377182

Выбор объектов-аналогов осуществлялся исходя из следующих принципов:

- все объекты-аналоги находятся в непосредственной близости от оцениваемого земельного участка;
- все объекты-аналоги предназначены под застройку;
- все объекты-аналоги находятся в аренде на 49 лет;
- все объекты-аналоги имеют сходный рельеф;
- все объекты-аналоги имеют одинаковую транспортную доступность;
- все объекты-аналоги имеют одинаковую инфраструктуру (инженерные сети подведены ко всем участкам).

Для достижения большей степени сопоставимости при определении рыночной стоимости прав на оцениваемый участок использовались следующие корректировки.

1. Корректировка на торг продавца и покупателя.

В связи с тем что при выборе объектов-аналогов использовались цены предложения на торгах земельных участков, являющихся собственностью города, а не цены совершенных сделок, вводится данная корректировка, учитывающая возможность роста цены в процессе предложения максимальной цены за объект. В результате консультации с работниками риелторских фирм, собственниками коммерческой недвижимости, изучения рынка земельных участков можно сделать вывод, что рост цены может составить до 50% в зависимости от различных факторов (возможных обязательств покупателя, обременений зданий и земельных участков). В данном случае детальная информация по условиям продажи земельных участков неизвестна, корректировка на торг продавца и покупателя принята на уровне средней величины 10%.

2. Корректировка на удаленность земельного участка от города.

Анализ рынка земельных участков показывает, что чем дальше от города расположен участок, тем ниже его цена. Таким образом, для аналога 2 применяем корректировку в размере 50%, для аналога 3 – 20%.

В табл. 11.29 приведены числовые значения корректировок и расчет средней цены продажи 1 м² объектов аналогов с учетом этих корректировок.

Таблица 11.29. Расчет средней цены предложения 1 м² объектов-аналогов с учетом экспертных корректировок

Наименование показателя	Площадь участка, м ²	Цена предложения, руб.	Корректировка на «торг продавца и покупателя»	Скорректированная цена на первую корректировку, руб.	Корректировка на удаленность участка	Скорректированная цена на вторую корректировку, руб.	Скорректированная цена 1 м ² , руб.
Объект-аналог 1	1510	592644	1,10	651908	1,00	651908	432
Объект-аналог 2	1200	177225	1,10	194947	1,50	292421	244
Объект-аналог 3	1473	377182	1,10	414900	1,20	497880	338
Средняя цена предложения прав аренды 1 м ² земельных участков по объектам-аналогам							338

Расчет рыночной стоимости прав аренды земельного участка приведен в табл. 11.30.

Таблица 11.30. Расчет рыночной стоимости прав аренды земельного участка

Площадь земельного участка, м ²	Средняя цена предложения, руб./м ²	Рыночная стоимость прав аренды оцениваемого земельного участка, руб.	Рыночная стоимость прав аренды оцениваемого земельного участка, \$
1800	338	608400	20280

Определение восстановительной стоимости улучшений

Для определения восстановительной стоимости использовались данные о планируемых затратах на создание гостиничного комплекса.

Определение совокупного износа

Так как по состоянию на дату проведения оценки имущественный комплекс гостиницы только запланирован и пока не эксплуатировался, значение физического износа принимается равным нулю.

Значение функционального и внешнего (экономического) износа также принято равным нулю.

Итоговое значение величины совокупного износа равно нулю.

Расчет стоимости воспроизводства улучшений

Величина стоимости воспроизводства улучшений (табл. 11.31) определяется по формуле:

$$СВ = ВС \times (1 - И),$$

где СВ — стоимость воспроизводства улучшений земельного участка, руб.; ВС — восстановительная стоимость улучшений земельного участка, руб.; И — совокупный износ.

Таблица 11.31. Расчет стоимости воспроизводства улучшений

Наименование показателя	Значение
Восстановительная стоимость улучшений, \$	11369340
Восстановительная стоимость улучшений, руб.	341080200
Совокупный износ, %	0%
Стоимость воспроизводства улучшений, \$	11369340
Стоимость воспроизводства улучшений, руб.	341080 00

Расчет стоимости объекта оценки по затратному подходу

Стоимость объекта оценки по затратному подходу (табл. 11.32) рассчитывается как сумма стоимости прав на земельный участок и стоимости воспроизводства улучшений.

Таблица 11.32. Расчет стоимости объекта оценки по затратному подходу

Наименование показателя	Значение
Стоимость воспроизводства улучшений, руб.	341080200
Стоимость прав аренды земельного участка, руб.	608400
Стоимость объекта оценки по затратному подходу, руб.	341688600
Стоимость гостиничного комплекса по затратному подходу, \$	11389620

Расчет стоимости объекта оценки по доходному подходу

В проводимой оценке был выбран метод дисконтирования денежного потока.

Горизонт прогноза равен 6 годам. Мы предполагаем стабилизацию динамики валового и чистого дохода к концу этого периода.

Прогнозирование доходов и расходов осуществлялось на горизонт расчета, равный 5 годам. Таким образом, предполагается, что по прошествии 5 прогнозных лет расчетные показатели стабилизируются.

Прогноз доходов от эксплуатации гостиницы

В соответствии с наиболее эффективным использованием потенциальный валовой доход складывается при коммерческой эксплуатации объекта оценки в качестве четырехзвездного отеля из доходов:

- от номерного фонда;
- от сектора общественного питания;
- от реализации прочих услуг.

Действительный валовой доход — это предполагаемый потенциальный валовой доход от имущественного комплекса за вычетом потерь от недозагрузки. Данный показатель является основой для дальнейшего расчета денежного потока.

Доходы от номерного фонда

Доходы от номерного фонда (табл. 11.33) рассчитываются по формуле:

$$\text{ДНФ} = \text{СЦН} \times N \times K \times 365 \text{ (366)},$$

где ДНФ — действительный валовой доход от номерного фонда, \$/год; СЦН — средневзвешенная цена размещения в номерах, \$/номеро-ночь; N — количество номеров; K — коэффициент среднегодовой загрузки номерного фонда.

Анализ ретроспективы цен размещения в гостиницах Санкт-Петербурга показывает их стабильный рост на 9% в год. Предполагается, что данная тенденция

Таблица 11.33. Расчет доходов от номерного фонда

Наименование показателя	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год	Постпрогнозный период
Цена размещения в номерах, \$/номеро-ночь	173	173	173	173	173	173
Количество номеров	100	100	100	100	100	100
Количество суток в году	365	365	365	365	365	365
Потенциальный валовой доход от номерного фонда, \$/год	6314500	6314500	6314500	6314500	6314500	6314500
Коэффициент загрузки номерного фонда от планируемой	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Действительный валовой доход от номерного фонда, \$/год	3157250	4420150	4420150	4420150	4420150	4420150

сохранится в течение всего прогнозного периода. Прогноз загрузки отеля производился исходя из предположения равномерного увеличения данного показателя до уровня 100% к концу второго года. Рост загрузки определяется:

- развитием туристического бизнеса;
- развитием инфраструктуры;
- проведением рекламно-маркетинговой компании отеля.

Доходы от сектора общественного питания и прочих услуг

Доходы от сектора общественного питания и прочих услуг напрямую зависят от заполняемости номерного фонда. Для расчета этих доходов (табл. 11.35) использовали данные табл. 11.34, предоставленные специалистами.

Таблица 11.34. Данные для расчета доходов от сектора общественного питания и прочих услуг

Наименование показателя	Значение
Выручка от номерного фонда, \$	3157250
Выручка от сектора общественного питания, \$	1168183
Выручка от прочих услуг, \$	536732
Выручка от сектора общественного питания, процент от доходов от номерного фонда	37
Выручка от прочих услуг, процент от доходов от номерного фонда	17

Таблица 11.35. Расчет доходов от сектора общественного питания и прочих услуг

Наименование показателя	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год	Постпрогнозный период
Действительный валовой доход от номерного фонда, \$/год	3157250	4420150	4420150	4420150	4420150	4420150
Доходы от сектора общественного питания, процент от доходов от номерного фонда	37%					
Доходы от прочих услуг, процент от доходов от номерного фонда	17%					
Доходы от сектора общественного питания, \$/год	1168183	1635456	1635456	1635456	1635456	1635456
Доходы от прочих услуг, \$/год	536732	751425	751425	751425	751425	751425

Расчет действительного валового дохода (табл. 11.36).

Таблица 11.36. Расчет действительного валового дохода от гостиничного комплекса

Наименование показателя	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год	Постпрогнозный период
Действительный валовой доход от номерного фонда, \$ /год	3157250	4420150	4420150	4420150	4420150	4420150
Доходы от сектора общественного питания, \$/год	1168183	1635456	1635456	1635456	1635456	1635456
Доходы от прочих услуг, \$/год	536732	751425	751425	751425	751425	751425
Действительный валовой доход от гостиничного комплекса, \$/год	4862165	6807031	6807031	6807031	6807031	6807031

Прогноз операционных расходов

Операционные расходы делятся на условно-постоянные и переменные.

К первой категории были отнесены:

- налог на имущество;
- арендные платежи за земельный участок;
- расходы на страхование;
- расходы на замещение;
- расходы на оплату персонала;
- расходы на оплату коммунальных платежей;
- расходы по франчайзингу;
- расходы на маркетинг и рекламу.

Налог на имущество

Налог на имущество (табл. 11.37) является условно-постоянной статьей расходов (постоянной является ставка налога на имущество, в то время как его величина в денежном выражении является переменной и зависит от накопленной амортизации) и составляет в соответствии с действующим законодательством 2,2% от среднегодовой стоимости воспроизводства объекта оценки. Стоимость воспроизводства составляет \$11 369 340.

Арендные платежи за земельный участок

Арендные платежи за земельный участок, согласно договору аренды, составляют на дату оценки 169 200 руб., или \$5640, в год. Предполагается, что величина арендной платы за землю будет постоянной в долларовом эквиваленте.

Таблица 11.37. Расчет налога на имущество

Наименование показателя	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год	Постпрогнозный период
Расчетная формула	$НН = \{[CB + (CB - A)] / 2\} \times СНН$	$НН = \{[(CB - A) + (CB - 2 \times A)] / 2\} \times СНН$	$НН = \{[(CB - 2 \times A) + (CB - 3 \times A)] / 2\} \times СНН$	$НН = \{[(CB - 3 \times A) + (CB - 4 \times A)] / 2\} \times СНН$	$НН = [(CB - 4 \times A) + (CB - 5 \times A) / 2] \times СНН$	$НН = [(CB - 5 \times A) / 2] \times СНН$
НН — налог на имущество, \$	371183	359167	347152	335136	323121	105037
Комментарий	<p>Расчет налога произведен исходя из среднегодовой величины остаточной стоимости; в качестве базовой величины остаточной стоимости принято значение стоимости воспроизводства объекта оценки; метод начисления амортизации — линейный; в целях последующего расчета стоимости реверсии Исполнитель перевел амортизацию постпрогнозного периода в равномерные потоки исходя из предположения, что объект оценки полностью амортизируется к концу своей экономической жизни, т. е. на начало постпрогнозного периода величина амортизации соответствует величине амортизации на начало (4 + 1) прогнозного года, на конец постпрогнозного периода амортизация равна 0</p> <p>СВ — стоимость воспроизводства объекта оценки на дату проведения оценки — равна \$11 369 340</p> <p>А — годовая величина амортизации — равна \$364 104</p> <p>СНН — годовая ставка по налогу на имущество — равна 0,022%</p>					

Расходы на страхование

Страховая премия при страховании недвижимого имущества в России варьируется в диапазоне 0,1–0,8% от страховой стоимости недвижимости (стоимости воспроизводства улучшений) (табл. 11.38).

Максимальное значение страховой премии соответствует «полному пакету» страхования объектов недвижимости. Предполагается, что страхование будет осуществляться на базе стоимости воспроизводства улучшений по среднему тарифу «полного пакета» 0,6%. Расходы на страхование составят \$68 216 в год.

Таблица 11.38. Величина страховой премии

Страховые компании	Минимальное значение страховой премии, %	Максимальное значение страховой премии, %
«Альфа страхование»	0,1	0,4
«Ингосстрах»	0,3	0,5
«Русь»	0,3	0,8

Расходы на замещение

К расходам на замещение относятся расходы на периодическую замену быстроизнашивающихся улучшений (кровля, внутренняя отделка, ковровые покрытия, система кондиционирования, санитарно-техническое оборудование, электроарматура). Предполагается, что денежные средства резервируются на счете, на который переводят часть средств, в покрытие предстоящих затрат. Резерв на замещение рассчитывается с учетом стоимости быстроизнашивающихся активов, продолжительности срока их полезной службы, а также процентов, начисляемых на аккумулируемые на счете средства. Если не учесть резерв на замещение, то чистый операционный доход будет завышенным.

Периодическая замена быстроизнашивающихся улучшений производится один раз в 20–25 лет, таким образом, интересующая нас величина — ежегодные отчисления для накопления суммы, достаточной для проведения такой замены.

Расчет этой суммы производится исходя из следующих предпосылок:

- затраты на замену быстроизнашивающихся улучшений составляют около 25% от восстановительной стоимости;
- ремонт производится один раз в 25 лет;
- накопление происходит по ставке 12% годовых¹.

Для расчета величины расходов на замещение применялась формула²:

$$PMT = C_r \times SFF,$$

где PMT — ежегодные отчисления в резерв на замещение; C_r — необходимые затраты на замещение (25% от восстановительной стоимости); SFF — фактор фонда возмещения.

Фактор фонда возмещения показывает величину равновеликих платежей, которые бы аккумулировали на депозите к концу срока аннуитета одну денежную единицу.

$$SFF = 1 + (1+i) + (1+i)^2 + \dots + (1+i)^{n+i} = \frac{i}{(1+i)^n - 1},$$

где i — депозитная ставка (7%); n — период накопления (25 лет).

Для нахождения величины ежегодных отчислений в резервный фонд (табл. 11.39) необходимо фактор фонда возмещения умножить на величину затрат на замещение.

¹ Ставка по срочным валютным депозитам Сбербанк России при максимальном сроке 2 года.

² Источник: Фридман Дж., Ордуэй Н. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости. М., 1996.

Таблица 11.39. Расчет величины расходов на замещение

Наименование показателя	Значение
Восстановительная стоимость объекта оценки, \$	11369340
Затраты на замещение, \$	2842335
Фактор фонда возмещения	0,0158
Ежегодные отчисления в резерв на замещение, \$	44908

Расходы на обслуживание номерного фонда

Расходы на обслуживание номерного фонда и прочих услуг включают в себя расходы на заработную плату, общепроизводственные расходы, амортизацию, расходы на страхование, аренду земли и налог на имущество (табл. 11.40). Фактические расходы на обслуживание номерного фонда и прочих услуг составляют 30% к доходам от номерного фонда. Укрупненный расчет приведен в табл. 11.41, 11.42.

Таблица 11.40. Расчет расходов на обслуживание номерного фонда и прочих услуг

Наименование показателя	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год	Постпрогнозный период
Действительный валовой доход от номерного фонда и прочих услуг, \$/год	3693982	5171575	5171575	5171575	5171575	5171575
Расходы на обслуживание номерного фонда и прочих услуг \$/год	171254	1499756	1499756	1499756	1499756	1499756

Расходы сектора общественного питания

Данная категория расходов также относится к переменным и включает затраты на управление, оплату персонала кухни, обслуживающего персонала по доставке, стоимость столовых приборов, иные расходы кухни, типографские расходы. Фактические расходы сектора общественного питания составляет 70% к доходам сектора общественного питания.

Таблица 11.41. Расчет расходов сектора общественного питания

Наименование показателя	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год	Постпрогнозный период
Действительный валовой доход от сектора общественного питания, \$/год	1168183	1635456	1635456	1635456	1635456	1635456
Расходы сектора общественного питания, \$/год	817728	1144819	1144819	1144819	1144819	1144819

Таблица 11.42. Расчет суммы расходов на оказание услуг

Наименование показателя	1-й год	2-й год	3-й год	4-й год	5-й год	Постпрогнозный период
Расходы на обслуживание номерного фонда, \$/год	1071254	1499756	1499756	1499756	1499756	1499756
Расходы сектора общественного питания, \$/год	817728	1144819	1144819	1144819	1144819	1144819
Всего расходов на оказание услуг	1888982	2644575	2644575	2644575	2644575	2644575

Расчет ставки дисконтирования

1. Безрисковая ставка.

В качестве безрисковой ставки принята доходность среднесрочных российских еврооблигаций со сроком погашения в 2018 г. (Euro USD, 2018 г.)¹, наиболее представительных на мировом рынке российских государственных ценных бумаг, — 7%.

2. Премия за низкую ликвидность.

При расчете данной составляющей учитывается невозможность немедленного возврата вложенных в имущественный комплекс инвестиций, и она может быть принята на уровне величины альтернативных доходов, недополученных за типичное время экспозиции подобных оцениваемому объектам на рынке. В качестве альтернативных доходов принята доходность среднесрочных российских еврооблигаций со сроком погашения в 2018 г. (Euro USD, 2018). Исходя из анализа рынка, типичное время экспозиции объектов, аналогичных оцениваемому, — 1 год. Таким образом, премия за низкую ликвидность принимается равной 7%.

3. Премия за инвестиционный менеджмент.

Премия за инвестиционный менеджмент рассчитывается с учетом недозагрузки и потерь при сборе арендной платы. Учитывая, что потери при недозагрузке учитывались при расчете действительного валового дохода, Исполнитель посчитал возможным принять величину премии за инвестиционный менеджмент равной нулю.

4. Премия за риск или неопределенность получения потока доходов и выручки от перепродажи.

В данном случае учитывается возможность случайной потери потребительской стоимости объекта, и премия может быть принята в размере страховых отчислений в страховых компаниях высшей категории надежности. В данной работе размер премии за риск или неопределенность получения потока доходов и выручки от перепродажи принят равным 0,6%.

Норма возврата капитала

Поскольку стоимость вложенного капитала в объект оценки со временем снижается из-за износа, потери в стоимости должны быть возмещены за счет текущих

¹ Источник: информационное агентство «Финмаркет» (<http://www.finmarket.ru>).

доходов. Поэтому при оценке рыночной стоимости недвижимости помимо безрисковой доходности и надбавок за риски учитывается также норма возврата капитала, которая в данном отчете определена по фактору фонда возмещения, рассчитанному исходя из экономической жизни объекта по методу Хоскольда:

$$SFF = \frac{i}{(1+i)^{T_3} - 1},$$

где SFF — фактор фонда возмещения, определяющий размер регулярных платежей, которые позволяют накопить к определенному моменту времени сумму, равную единице; i — безрисковая ставка — 7%; T_3 — срок экономической жизни объекта (период времени, в течение которого объект можно использовать, извлекая прибыль) — 50 лет:

$$SFF = \frac{7\%}{(1+7\%)^{50} - 1} \approx 0,2\%.$$

Таким образом, ставка дисконтирования принимается равной:

$$r = 7\% + 7\% + 0\% + 0,6\% + 0,2\% \approx 15\%.$$

Расчет стоимость реверсии

Расчет стоимости реверсии в соответствии с моделью Гордона, используемой в данном отчете, производится по формуле:

$$V_{term} = \frac{CF_{(t+1)}}{r - g},$$

где V_{term} — стоимость реверсии; $CF_{(t+1)}$ — чистый операционный доход первого года постпрогнозного периода; R — ставка дисконтирования; g — долгосрочные темпы роста денежного потока.

Конечная стоимость V_{term} по формуле Гордона определяется на момент окончания прогнозного периода.

На основе ретроспективных данных и прогнозных оценок среднегодовые темпы роста денежного потока в постпрогнозный период были определены на уровне 2%. Ставка капитализации принимается равной 13% из расчета $K = 15\% - 2\% = 13\%$.

Расчет стоимости объекта оценки по доходному подходу

Величина стоимости объекта оценки по доходному подходу складывается из двух составляющих:

- текущей стоимости денежного потока в течение прогнозного периода;
- текущей стоимости реверсии.

Стоимость объекта по доходному подходу составила \$9 667 315, в рублях — 290 019 450 (табл. 11.43).

Расчет точки безубыточности

Для того чтобы осуществить расчет точки безубыточности, необходимо общие затраты на производство услуг поделить на постоянные и переменные. В настоящее

Таблица 11.43. Расчет стоимости гостиничного комплекса доходным подходом

	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	Постпрогноз
Выручка (без НДС)	4862165	680031	6807031	6807031	6807031	6807031
Сумма затрат на оказываемые услуги:	1447657	1531447	1519432	1507416	1495401	1277317
материалы, комплектующие, товары	305601	397281	397281	397281	397281	397281
сдельная оплата труда						
Маржинальный доход	4556564	6409750	6409750	6409750	6409750	6409750
Налог на имущество	371183	359167	347152	335136	323121	105037
Зарплата:	196400	196400	196400	196400	196400	196400
производственный персонал	152800	152800	152800	152800	152800	152800
административный персонал	43600	43600	43600	43600	43600	43600
соц. начисления	67758	67758	67758	67758	67758	67758
Общепроизводственные издержки:	136513	140639	140639	140639	140639	140639
административные и офисные издержки	48923	48923	48923	48923	48923	48923
маркетинговые издержки	65000	65000	65000	65000	65000	65000
прочие расходы (4,5%)	22590	26716	26716	26716	26716	26716
Амортизация:	364104	364104	364104	364104	364104	364104
здания и сооружения	50100	50100	50100	50100	50100	50100
оборудование	300000	300001	300001	300001	300001	300001
прочие ОС (4%)	14004	14004	14004	14004	14004	14004
Проценты по кредитам	724000	632000	463000	295000	126000	
Аренда земли	5640	5640	5640	5640	5640	5640
Расходы на страхование	68216	68216	68216	68216	68216	68216
ПРИБЫЛЬ ДО НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ	3414508	5275584	5287599	5299615	5311630	5529714
Налог на прибыль	956062	1477164	1480528	1483892	1487256	1548320
ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ	2458446	3798421	3807071	3815723	3824374	3981394
Погашение долгосрочного кредита	0	1405000	1405000	1405000	1405000	0
Чистый денежный поток	2822550	2757525	2766175	2774827	2783478	4345498
Коэффициент дисконтирования	87%	0,76	0,66	0,57	0,5	0,43
Дисконтированный денежный поток	2455618	2095719	1825676	1581651	1391739	1868564
Расчет NPV	11218967					
Ставка капитализации	13%					
Стоимость реверсии	14373569					
Текущая стоимость реверсии	6180634					
Стоимость объекта по доходному подходу	17399601					

время в действующих гостиницах, как правило, это деление не производят. В выполненных проектных проработках по гостиничному бизнесу этот вопрос также решается неоднозначно. Например, к переменным затратам по «Гостинице» относится заработная плата с начислениями обслуживающего персонала. С нашей точки зрения, это неправильно, так как варьировать численность обслуживающего персонала в зависимости от загрузки гостиницы практически невозможно. Поэтому мы отнесли эту статью затрат к постоянным, оставив в качестве переменной составляющей одни материальные затраты.

Точка безубыточности — это объем загрузки, который обеспечивает равенство выручки от реализации гостиничных мест к затратам, которые необходимы для содержания данного количества мест.

Расчет точки безубыточности осуществляется по формуле:

$$Q = FC / (P - AVC),$$

где Q — количество используемых койко-мест, обеспечивающих достижение точки безубыточности; FC — величина постоянных затрат; P — выручка от использования одного койко-места в день; AVC — переменные затраты, связанные с обеспечением одного койко-места в день.

$$Q = 1\,134\,166 / (173 - 7,66) = 6859.$$

При 13% от планового уровня будет достигаться точка безубыточности.

Для объектов, характеризующихся значительным удельным весом постоянных затрат, целесообразно осуществлять ценовую политику, основанную на определении разумных льгот и скидок к цене, направленных на увеличение заполняемости гостиниц, что позволит сохранить запланированный уровень прибыли при незначительном изменении цен на услуги.

Расчеты показали, что при снижении цены размещения в гостинице на 13% заполняемость должна возрасти на 2% при обеспечении того же уровня прибыли, что и до снижения цены.

11.4. Оценка предприятий розничной торговли

Розничная торговля по многим своим характеристикам отличается от сферы производства и услуг. За последние годы многие предприятия розничной торговли претерпели существенные изменения, среди которых можно назвать следующие.

- Для многих предпринимателей, занимающихся розничной торговлей и стремящихся выжить в решающей борьбе за покупателей, «универсальный торговый центр» стал необходимостью.
- Заказы товаров по почте, супермаркеты, возможность приобретения товаров через Интернет, оптовые магазины и т. д. — все это оказало воздействие на предпочтения покупателей, пользующихся услугами розничной торговли.
- Новой тенденцией на рынке торговых площадей в торговых комплексах является появление все более крупных и масштабных проектов торговых центров и комплексов, ориентированных на региональное обслуживание.
- С появлением крупных торговых комплексов начал активно развиваться рынок развлекательных услуг. В большинстве современных торговых комплексов

сов располагаются боулинги, бильярды, игровые автоматы, фитнес-центры и т. д. Считается, что для привлечения в торговый центр покупателей развлекательные услуги в этом центре должны занимать не менее 30% площадей.

Возьмем в качестве объекта оценки торгово-развлекательный комплекс «Ф» (ТРК «Ф»), расположенный в центре города, занимающий земельный участок общей площадью 10 946 м², имеющий обременения (ограничения). Балансовая стоимость объектов недвижимости ТРК «Ф» следующая:

- здание универмага — 4 143 906 руб.;
- склад — 2 884 956 руб.;
- земельный участок — 506 448 руб.

При использовании для оценки затратного подхода прежде всего необходимо решить, определение какой стоимости более обоснованно: стоимости восстановления или стоимости замещения.

Восстановительная стоимость определяется издержками в текущих ценах на строительство точной копии оцениваемого объекта в его «новом» состоянии (без учета износа) с использованием таких же архитектурных решений, строительных конструкций и материалов, а также с тем же качеством строительно-монтажных работ, что и у объекта оценки. В данном случае воспроизводятся тот же моральный износ объекта и те же недостатки в архитектурных решениях, которые имелись у оцениваемого объекта.

Стоимость замещения определяется расходами в текущих ценах на строительство объекта, имеющего с оцениваемым эквивалентную полезность, но построенного в новом архитектурном стиле, с использованием современных материалов и конструкций, а также современного оборудования.

В нашем случае стоимость строительства необходимо оценивать по полной восстановительной стоимости вследствие того, что здание универмага представляет собой определенную архитектурно-историческую ценность, сохранение внешнего и внутреннего облика которого регулируется предписаниями УГИОПа. Объектная смета представлена в табл. 11.44.

В основу расчета восстановительной стоимости положена методика, заключающаяся в последовательном переводе стоимости строительства 1 м³ объекта, аналогичного оцениваемому по эксплуатационным и техническим характеристикам, из цен 1984 г. в цены 2004 г. путем умножения базовой стоимости строительства на соответствующий индекс изменения стоимости строительства. Базовая стоимость строительства определяется на основе Сборника № 18 Укрупненных показателей восстановительной стоимости зданий.

Полная восстановительная стоимость определяется по формуле:

$$C_{\text{восст.}} = C_{1969} \times I_{1969-1984} \times I_{1984-2000} \times I_{2000-2005} \times \Pi,$$

где $I_{1969-1984} = 1,18 \times 0,99$ — индекс изменения стоимости СМР по отраслям народного хозяйства, отраслям промышленности и направлениям в составе отраслей из цен 1969 г. в цены 1984 г. (Приложение № 1 к Постановлению Госстроя СССР от 11 мая 1983 г. № 94; 0,99 — территориальный коэффициент для Санкт-Петербурга); $I_{1984-2000} = 2,5$; $I_{2000-2005} = 2,02$; $\Pi = 1,2$ — прибыль предпринимателя.

$$C_{\text{восст.}} = 74930,766 \times 1,18 \times 0,99 \times 2,5 \times 2,02 \times 1,2 = 530\,456,722 \text{ тыс. руб.}$$

Таблица 11.44. Объектная смета на строительство универсама

№ п/п	Наименование работ	Сметная стоимость, тыс. руб.			
		строительство	монтаж	прочее	всего
1.1	Общестроительные работы по зданию универсама	41898,220			41898,220
1.2	Внутренние сантехнические работы	3194,100			3194,100
1.3	Электротехнические работы		2340,0		2340,0
	Итого по зданию универсама	45092,320	2340,0		47432,32
2.1	Общестроительные работы по складскому зданию	11064,878			11064,878
2.2	Внутренние сантехнические работы	593,213			593,213
2.3	Электротехнические работы		954,633		954,633
	Итого по складскому зданию	11658,091	954,633		12612,724
3	Затраты на временные здания и сооружения (1,8%)	1021,507	59,303		1080,811
4	Затраты на зимнее удорожание работ (1,5%)	866,579	50,309		916,888
5	Содержание службы заказчика-застройщика (1,4%)			889,122	889,122
6	Авторский надзор (0,2%)			127,017	127,017
7	Стоимость проектных работ (3,5%)			2258,370	2258,370
8	Резерв на непредвиденные работы и затраты (2%)	1172,770	68,085	94,809	1335,664
9	Косвенные издержки (10%)			6811,888	6811,888
	Всего	58638,497	3404,246	11647,169	74930,766

Физический износ составляет 13% от восстановительной стоимости. Внешний износ ТРК «Ф» не учитывается, так как экономическая ситуация благоприятствует торговле и сдаче в аренду помещений под торгово-развлекательные функции, и оценщики предполагают сохранение сложившейся ситуации в рассматриваемом периоде функционирования объекта оценки.

Одним из возможных способов определения стоимости земли участка ТРК «Ф» является анализ распоряжений губернатора и решений городской инвестиционно-тендерной комиссии о выделении земельных участков под застройку. В рамках анализа определяется стоимость права долгосрочной аренды земельного участка. Затем вводится корректировка, учитывающая отличие полного права собственности от стоимости права аренды и определяется рыночная стоимость земельного участка, которая составила в нашем случае \$2 189 200.

Рыночная стоимость ТРК «Ф», рассчитанная затратным подходом, составила \$18 671 249 (без учета НДС) (табл. 11.45).

Таблица 11.45. Рыночная стоимость ТРК «Ф»

Восстановительная стоимость	18944884
Износ (13%)	2462835
Остаточная стоимость	16482049
Рыночная стоимость земельного участка	2189200
Рыночная стоимость недвижимого имущества комплекса ТРК «Ф»	18671249

Метод прямого сравнительного анализа продаж был реализован отдельно для здания универмага и здания склада. Определение стоимости здания универмага выполнено в двух вариантах:

- сравнение с условиями продажи (ценой предложения) встроенных торговых помещений, расположенных в районе объекта оценки;
- сравнение с условиями продажи (ценой предложения) отдельно стоящих зданий с торговой функцией, расположенных в разных частях города.

При рассмотрении объектов-аналогов — встроенных помещений — применялись корректировки на:

- условия финансирования (5%);
- размер помещений (коэффициент снижения 5%);
- отношение торговой площади и общей площади (коэффициент снижения 3%).

Стоимость здания ТРК «Ф» в данном случае составила \$12 134 600.

При определении стоимости объекта недвижимости на основании аналогов — отдельно стоящих торговых зданий — корректировка проводилась только на условия финансирования (5%). Нижняя граница стоимости здания универмага в этом случае составила \$10 865 530.

Стоимость здания склада методом сравнения продаж составила \$4 186 825.

Таким образом, рыночная стоимость ТРК «Ф» методом сравнительного анализа продаж находится в доверительном интервале: \$15 052 355–16 321 425 (без учета НДС) (табл. 11.46).

Таблица 11.46. Рыночная стоимость ТРК «Ф»

	Рыночная стоимость, \$	
	минимальное значение	максимальное значение
Здание универмага	10865530	12134600
Здание склада	4186825	
Итого	15052355	16321425

В настоящее время эксперты по оценке недвижимости останавливают свой выбор на методе анализа дисконтирования денежных потоков как наиболее универсальном методе, позволяющем учесть динамику функционирования объекта недвижимости с учетом его наилучшего и наиболее эффективного использования.

Наиболее достоверный результат данный метод дает применительно к тем видам недвижимости, рынок которых имеет достаточное развитие в нашей стране. Для таких видов недвижимости накоплена достаточная статистика уровня цен, арендных плат, норм прибыли для собственности, что позволяет принимать рыночно обоснованные величины затрат, арендной платы, нормы дисконтирования и коэффициента капитализации. Данные типы недвижимости имеют достаточно стабильные тенденции изменения факторов, влияющих на уровень доходов, что позволяет сделать наиболее точный прогноз ожидаемых будущих выгод. Поэтому можно сделать вывод о возможности применения метода дисконтированных денежных доходов для определения рыночной стоимости ТРК «Ф».

Наиболее эффективным использованием оцениваемого объекта является торгово-развлекательное и складское.

Расчет стоимости методом дисконтирования денежных доходов состоит из следующих этапов:

- 1) расчет типичного холдингового периода (периода владения), в течение которого инвестор будет владеть оцениваемым имуществом;
- 2) прогнозирование периодических поступлений денежных средств (денежных потоков) инвестору для каждого периода;
- 3) расчет стоимости оцениваемого имущества на конец холдингового периода (стоимость реверсии);
- 4) расчет ставки дисконта для оцениваемой недвижимости на существующем рынке;
- 5) преобразование каждого из периодических денежных потоков и стоимости реверсии в текущую стоимость путем дисконтирования их с применением соответствующей ставки дохода;
- 6) суммирование текущей стоимости каждого периодического денежного потока с текущей стоимостью реверсии для получения оценки стоимости имущества.

Прогнозный период принят равным 5 годам. Стоимость реверсии в конце холдингового периода определялась по модели Гордона. Ставка капитализации рассчитывалась как разница между ставкой дисконта и долгосрочными темпами роста.

Ставка дисконтирования определялась методом рыночной экстракции в соответствии со следующим алгоритмом.

1. Подбор объектов с известными ценами продаж.
2. Расчет предполагаемого дохода от этих объектов с учетом их наилучшего и наиболее эффективного использования.
3. Моделирование потоков расходов и доходов для объектов. При этом стоимость реверсии объекта может быть принята равной стоимости покупки с учетом:
 - инфляционного удорожания по сложному проценту;
 - удешевления вследствие естественного устаревания.
4. Расчет конечных отдач (внутренних норм рентабельности).

В экономическом смысле в роли ставки дисконта выступает требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования. Анализируя инвестиционные проекты, связанные со строительством торговых комплексов, установили, что требуемая ставка доходности составляет не менее 25%.

Торговые площади ТРК «Ф» на момент оценки сдаются в аренду по определенным ставкам.

Площадь помещений, сдаваемых в аренду, и расчет потенциального дохода показаны в табл. 11.47.

Расчет рыночной стоимости ТРК «Ф» методом дисконтирования денежных потоков показан в табл. 11.48.

Таблица 11.47. Расчет потенциального дохода

Помещение	Полезная торговая и складская площадь, м ²	Ставка арендной платы, \$ м ² /мес.	Потенциальный валовой доход, \$/мес.
1-й этаж. Атриум	300	50	15000
1-й этаж	560	50	28000
2-й этаж. Атриум	200	50	10000
2-й этаж	530	40	21200
3-й этаж. Атриум	200	50	10000
3-й этаж	590	40	23600
4-й этаж. Атриум	200	50	10000
4м этаж	600	40	24000
5-й этаж. Атриум	200	30	6000
5-й этаж	420	30	12600
Мини-секции в зонах переходов на 1–5-м этажах	400	40	16000
Склад, 1 этаж (продовольственный маркет)	350	15	5250
Склад, 2–7-ой этажи	2400	5	12000
Итого			193650
Итого годовой потенциальный валовой доход, \$			2323800

Таблица 11.48. Расчет рыночной стоимости ТРК «Ф» методом дисконтирования денежных потоков

Показатель	Сдача в аренду площадей под торгово-развлекательные услуги
Период владения в годах	5
Количество платежных периодов в году	12
Настоящая стоимость периодических потоков, \$	1807623
Возврат капитала (реверсия)	
Доход от продажи, \$	18587988
Чистый операционный доход за 6-й год	1975237
Коэффициент капитализации для реверсии, %	23,0
Расходы по продаже, % дохода от продажи	3
Чистый доход от продажи, \$	18330348
Норма дисконтирования для реверсии, %	25,0
Настоящая стоимость реверсии	12729689
Стоимость объекта, \$	13537311
Площадь земельного участка, на которую приходится чистый операционный доход, м ²	8243
Стоимость 1 м ² земельного участка, рассчитанная техникой остатка, \$	200
Избыточная площадь (не участвующая в обеспечении чистого операционного дохода), м ²	2703
Рыночная стоимость избыточной площади, \$	540600
Рыночная стоимость объекта оценки, рассчитанная доходным методом, \$	14077911

Наибольший весовой коэффициент при согласовании результатов оценки различными подходами необходимо придать затратному (0,45) и доходному (0,45) подходам. Использование затратного подхода при оценке объекта, являющегося архитектурной доминантой района, актуально вследствие того, что здание должно быть сохранено в форме, соответствующей необходимым требованиям. Реализация доходного подхода показывает эффективность всех характеристик объекта оценки: местоположение, объемно-планировочное решение, архитектурные особенности объекта, должный менеджмент. На долю метода сравнительного анализа продаж приходится 10%, т. е. весьма низкий вес. Это связано с тем, что, несмотря на достаточную развитость рынка торговых помещений, нужно учитывать значительный разброс цен фактических продаж, труднодоступность информации о ценах зафиксированных сделок. Кроме того, наш объект оценки — уникальное здание, не сравнимое с каким-либо объектом-аналогом.

Таким образом, рыночная стоимость ТРК «Ф» составит \$16 305 802 (табл. 11.49).

Таблица 11.49. Согласование результатов

Затратный подход		Метод сравнительного анализа продаж		Доходный подход		Согласованная стоимость объекта оценки, \$
весовой коэффициент	сумма, \$	весовой коэффициент	сумма, \$	весовой коэффициент	сумма, \$	
0,45	18671249	0,1	15022355– 16321245	0,45	14077911	16305802

11.5. Оценка страховых компаний

Под страховым бизнесом мы можем понимать предпринимательскую деятельность в области страхования, т. е. деятельность страховщиков на рынке страховых услуг с целью получения дохода.

Методологической основой оценки бизнеса страховых компаний является анализ отчетности, представляемой страховщиками в различные контролирующие инстанции. Сложность заключается в том, что большая часть отчетных форм и, следовательно, содержащихся в них показателей, являются специфическими, присущими лишь данному виду бизнеса.

Основными нормативными документами, регулирующими страховую деятельность в РФ, являются:

1. Закон РФ «Об организации страхового дела в Российской Федерации» от 27 ноября 1992 г. № 4015-1 (ред. от 20 июля 2004 г.) (далее — Закон о страховании);
2. Гражданский кодекс РФ (часть вторая) 26 января 1996 г. № 14-ФЗ (ред. от 23 декабря 2003 г.) (далее ГК РФ);
3. Концепция развития страхования в Российской Федерации (Распоряжение Правительства РФ от 25 сентября 2002 г. № 1361-р) (далее — Концепция).

Органом исполнительной власти, осуществляющим функции по контролю и надзору в сфере страховой деятельности в РФ, является Федеральная служба страхового надзора (далее — Росстрахнадзор), которая находится в ведении Министерства финансов РФ (см. Постановление Правительства РФ от 30 июня 2004 г. № 330).

В страховании обязательно наличие двух сторон:

- страховщик — специальная организация (страховая компания), которая создает и использует страховой денежный фонд для страховых выплат (выплат страхового возмещения);
- страхователь — юридическое или физическое лицо, которое вносит в страховой фонд установленные платежи (страховые взносы (премии)).

Существенными, отличительными особенностями страхования являются следующие:

- наличие страхового риска, по которому можно оценить вероятность наступления страхового случая, определить размер возможного ущерба и исчислить эквивалентную страховую сумму;
- случайный характер наступления страховых событий, т. е. события должны носить вероятностный характер;
- наличие объективной потребности возмещения ущерба и возможность его выражения в натуральной или денежной форме;
- возвратность страховых платежей, т. е. все средства, собранные страховщиком для выплат страхового возмещения, возвращаются страхователям, но не каждому в отдельности, а только тем, у кого наступил страховой случай;
- замкнутая раскладка ущерба, т. е. общая сумма ущерба, понесенного страхователями за определенный промежуток времени, раскладывается на всех участников страхового фонда. Результат раскладки представляет собой основу для расчета страхового платежа.

Страхование делится на имущественное, личное, страхование ответственности и социальное страхование и может осуществляться в добровольной (на основе договора между страховщиком и страхователем) и обязательной (на основе закона) формах.

Особенности организации финансовой деятельности страховщиков зависят от осуществляемых видов страхования. Все страхование подразделяется на накопительное (страхование жизни) и рисковое (виды иные, чем страхование жизни). Накопительное страхование относится к долгосрочным видам страхования. Его суть сводится к тому, что страхователь помещает свои денежные средства не на банковский счет, а предоставляет их страховой компании, которая будет в дальнейшем инвестировать средства в целях получения дохода.

Договоры по видам страхования иным, чем страхование жизни (страхование имущества, ответственности, здоровья), преимущественно заключаются на срок до одного года и являются краткосрочными. Такое страхование называют рисковым, так как страховая выплата будет произведена только в том случае, если страховой случай произойдет.

Для проведения оценки страхового бизнеса необходим анализ следующих отчетных форм страховой организации.

1. Бухгалтерский баланс страховой организации (форма № 1 — страховщик).
2. Отчет о прибылях и убытках страховой организации (форма № 2 — страховщик).
3. Отчет о прибылях и убытках страховой медицинской организации по обязательному медицинскому страхованию (форма № 2а — страховщик).
4. Отчет об изменениях капитала страховой организации (форма № 3 — страховщик).

5. Отчет о движении денежных средств страховой организации (форма № 4 — страховщик).
6. Отчет о движении денежных средств страховой медицинской организации по обязательному медицинскому страхованию (форма № 4а- — страховщик).
7. Приложение к бухгалтерскому балансу страховой организации (форма № 5 — страховщик);
8. Пояснительная записка.
9. Аудиторское заключение, подтверждающее достоверность бухгалтерской отчетности страховой организации (проведение аудита является обязательным при представлении годовой отчетности).
10. Отчет о платежеспособности страховой организации (форма № 6 — страховщик).
11. Отчет о размещении страховых резервов (форма № 7 — страховщик).
12. Отчет о размещении страховых резервов по обязательному медицинскому страхованию (форма № 7а — страховщик).
13. Отчет о страховых резервах по страхованию иному, чем страхование жизни (форма № 8 — страховщик).
14. Отчет об использовании средств резервов предупредительных мероприятий (форма № 9 — страховщик).
15. Отчет об операциях перестрахования (форма № 10 — страховщик).
16. Информация по операционному сегменту (форма № 11 — страховщик).
17. Информация о дочерних и зависимых обществах страховой организации (форма № 12 — страховщик).
18. Информация о филиалах и представительствах страховой организации (форма № 13 — страховщик).
19. Сведения об основных показателях деятельности страховой организации за январь — _____ 20__ года (форма ведомственного государственного статистического наблюдения № 1-С).
20. Сведения о деятельности страховой (страховой медицинской) организации за __ год (форма ведомственного государственного статистического наблюдения за деятельностью страховой (страховой медицинской) организации № 2-С).

Необходимо отметить, что лишь годовая отчетность страховой организации содержит весь указанный перечень отчетных форм. Промежуточная же отчетность (по итогам каждого месяца, квартала) состоит из бухгалтерского баланса страховой организации (форма № 1 — страховщик), отчета о прибылях и убытках страховой организации (форма № 2 — страховщик), отчета о платежеспособности страховой организации (форма № 6 — страховщик), отчета о размещении страховых резервов (форма № 7 — страховщик), отчета о размещении страховых резервов по обязательному медицинскому страхованию (форма № 7а — страховщик).

В табл. 11.50 представлен перечень форм статистической отчетности российских страховых организаций с указанием нормативных документов, которыми они утверждены.

Таблица 11.50. Формы статистической отчетности страховых организаций РФ

Наименование отчетности	Квартальная или годовая	Нормативный документ	Федеральная или ведомственная
Форма № 1-У «Отчет о составе акционеров (участников) страховой организации»	Годовая	Приказ Минфина РФ «Об отчете о составе акционеров (участников) страховой организации» от 5 августа 2002 г. № 77н	Ведомственная
Форма № 1-С «Сведения об основных показателях деятельности страховой организации за январь — _____ 20__ года»	Квартальная	Приказ Минфина РФ «О форме ведомственного государственного статистического наблюдения № 1-С «Сведения об основных показателях деятельности страховой организации за январь — _____ 200__ года»» от 28 января 2003 г. № 7н	Ведомственная
Форма № 2-С «Сведения о деятельности страховой (страховой медицинской) организации за _____ год»	Годовая	Приказ Минфина РФ «О форме ведомственного государственного статистического наблюдения № 2-С «Сведения о деятельности страховой (страховой медицинской) организации за год» и Инструкции о порядке составления и представления формы годовой статистической отчетности страховых (страховых медицинских) организаций» от 13 января 2004 г. № 2н	Ведомственная
Форма № 1-СК «Сведения о деятельности страховой организации за январь — _____ 20__ год»	Квартальная	Постановление Росстата «Об утверждении статистического инструментария для организации статистического наблюдения за деятельностью страховой организации» от 25 января 2007 г. № 14	Федеральная
Форма № 1-ФС (СК) «Сведения о направлениях заимствования и размещения средств страховой организацией по состоянию на _____ 20__ год»	Квартальная	Постановление Росстата от 11 января 2007 г. № 3 «Об утверждении статистического инструментария для организации банком России статистического наблюдения за направлениями заимствования и размещения средств страховой организацией, финансовыми операциями негосударственного пенсионного фонда»	Федеральная

Можно рекомендовать следующий алгоритм проведения оценки страховой компании.

Этап 1. Анализ организационно-правовой основы деятельности

1. Проверка наличия и соответствия законодательству документов, подтверждающих право на осуществление страховой деятельности:

- учредительных документов;
- свидетельства о государственной регистрации;
- лицензии на осуществление страховой деятельности.

2. Проверка соответствия осуществляемой деятельности учредительным документам и требованиям законодательства (требованиям Минфина РФ и Росстрахнадзора РФ):

- соответствие проводимых видов страховой деятельности полученной в установленном порядке лицензии;
- выполнение требования по минимальному размеру уставного капитала;
- соблюдение нормативного соотношения активов и обязательств;
- соблюдение требований о максимальной ответственности по отдельному риску;
- соблюдение правил формирования и размещения страховых резервов;
- соблюдение правил перестрахования избыточных рисков.

Этап 2. Анализ показателей страховой статистики

1. Показатели, отражающие процесс формирования страхового фонда в разрезе проводимых видов страхования:

- количество и оценка страховых объектов;
- начисленные и полученные суммы страховых премий (взносов);
- количество заключенных и действующих договоров страхования; страховые суммы;
- движение страхового портфеля;
- структура страхового тарифа и т. п.

2. Показатели, отражающие процесс расходования страхового фонда в разрезе проводимых видов страхования:

- количество происшедших страховых случаев;
- количество пострадавших объектов;
- объем выплат страхового возмещения и страховых сумм и т. п.

3. Расчет средних и относительных статистических показателей:

- средний страховой платеж;
- средняя страховая сумма;
- охват страхового поля;
- средняя выплата;
- убыточность страховой суммы и т. п.

Этап 3. Анализ финансовой отчетности

1. Анализ показателей финансовой отчетности по общепринятой методике финансового анализа:

- абсолютные показатели финансовой отчетности;

- расчет относительных показателей (финансовых коэффициентов).
2. Расчет специфических финансовых показателей страхового бизнеса.

Этап 4. Анализ страховой отрасли

1. Статистический обзор страховой отрасли.
2. Рейтинговая оценка страхового бизнеса.

Этап 5. Оценка бизнеса страховой компании

1. Анализ возможности применения затратного, доходного и сравнительного подходов.
2. Проведение согласования результатов оценки. Расчет итоговой стоимости бизнеса страховой компании.

Анализ организационно-правовой основы деятельности

Страхование является лицензируемым видом деятельности. Лицензия выдается Федеральной службой страхового надзора РФ. Условия и правила лицензирования изложены в ст. 32, 32.1–32.9 Закона о страховании. К организации, которая решила стать страховщиком (это должно быть только юридическое лицо), предъявляются достаточно жесткие требования: от размера уставного капитала до квалификационных требований к первым лицам страховых организаций (руководитель, главный бухгалтер, страховой актуарий). Организация, которая получила лицензию на осуществление страховой деятельности, должна в обязательном порядке иметь:

- правила страхования по видам страхования с приложением образцов используемых документов;
- расчеты страховых тарифов с приложением используемой методики актуарных расчетов и указанием источника исходных данных, а также структуры тарифных ставок;
- положение о формировании страховых резервов;
- экономическое обоснование осуществления видов страхования.

Закон о страховании устанавливает закрытый перечень видов страхования, на осуществление которых страховщик в установленном порядке должен получить лицензию. В лицензии страховщика указываются виды страхования исключительно из этого перечня, что позволяет точно определить пределы правоспособности страховщика. Всего в Законе указано 23 вида страхования:

- 1) страхование жизни на случай смерти, дожития до определенного возраста или срока либо наступления иного события;
- 2) пенсионное страхование;
- 3) страхование жизни с условием периодических страховых выплат (ренты, аннуитетов) и (или) с участием страхователя в инвестиционном доходе страховщика;
- 4) страхование от несчастных случаев и болезней;
- 5) медицинское страхование;
- 6) страхование средств наземного транспорта (за исключением средств железнодорожного транспорта);
- 7) страхование средств железнодорожного транспорта;

- 8) страхование средств воздушного транспорта;
- 9) страхование средств водного транспорта;
- 10) страхование грузов;
- 11) сельскохозяйственное страхование (страхование урожая, сельскохозяйственных культур, многолетних насаждений, животных);
- 12) страхование имущества юридических лиц, за исключением транспортных средств и сельскохозяйственного страхования;
- 13) страхование имущества граждан, за исключением транспортных средств;
- 14) страхование гражданской ответственности владельцев автотранспортных средств;
- 15) страхование гражданской ответственности владельцев средств воздушного транспорта;
- 16) страхование гражданской ответственности владельцев средств водного транспорта;
- 17) страхование гражданской ответственности владельцев средств железнодорожного транспорта;
- 18) страхование гражданской ответственности организаций, эксплуатирующих опасные объекты;
- 19) страхование гражданской ответственности за причинение вреда вследствие недостатков товаров, работ, услуг;
- 20) страхование гражданской ответственности за причинение вреда третьим лицам;
- 21) страхование гражданской ответственности за неисполнение или ненадлежащее исполнение обязательств по договору;
- 22) страхование предпринимательских рисков;
- 23) страхование финансовых рисков.

Гарантиями обеспечения финансовой устойчивости страховщика являются:

- экономически обоснованные страховые тарифы;
- страховые резервы, достаточные для исполнения обязательств по договорам страхования;
- собственные средства (уставный капитал, резервный капитал, добавочный капитал, нераспределенная прибыль);
- система перестрахования.

Согласно п. 3 ст. 25 Закона, страховщики должны обладать полностью оплаченным уставным капиталом, размер которого должен быть не ниже установленного данным Законом минимального размера уставного капитала.

Минимальный размер уставного капитала для вновь создаваемых страховщиков:

- для осуществления личного страхования (включая страхование жизни) — 60 млн руб.;
- для осуществления личного страхования (без страхования жизни) и (или) имущественного страхования — 30 млн руб.;
- для осуществления перестрахования, а также страхования в сочетании с перестрахованием — 120 млн руб.

Страховые организации, которые были созданы до 16 января 2004 г., обязаны были сформировать свои уставные капиталы в следующем порядке:

- до 1 июля 2004 г. — до одной трети установленного размера уставного капитала;
- до 1 июля 2006 г. — до двух третей установленного размера уставного капитала;
- до 1 июля 2007 г. — установленный размер уставного капитала.

У страховых организаций, не выполнивших указанные требования, орган страхового надзора с 1 июля соответствующего года отозвал лицензии без соответствующего предписания.

Для обеспечения исполнения обязательств по страхованию, перестрахованию страховщики в порядке, установленном Росстрахнадзором, образуют из полученных страховых взносов страховые резервы. Страховая организация вправе создавать фонд предупредительных мероприятий для финансирования мероприятий по предупреждению наступления страховых случаев.

Средства страховых резервов используются исключительно для осуществления страховых выплат и не подлежат изъятию в бюджет.

Страховые резервы отражают величину не исполненных страховщиком на данный момент обязательств по договорам страхования, заключенным со страхователями, т. е. величина страховых резервов должна полностью покрывать суммы предстоящих выплат по действующим договорам.

В настоящее время в РФ предусмотрен следующий состав страховых резервов.

1. Резервы по страхованию жизни (РСЖ).
2. Резерв предупредительных мероприятий (РПМ).
3. Технические резервы:
 - 3.1. Резерв незаработанных премий (РНП).
 - 3.2. Резерв убытков (РУ):
 - 3.2.1. Резерв заявленных, но не урегулированных убытков (РЗУ);
 - 3.2.2. Резерв происшедших, но не заявленных убытков (РПНУ).
 - 3.3. Стабилизационный резерв.

Анализ показателей страховой статистики

Анализируя статистические показатели страхового бизнеса, необходимо разделить их на две группы.

1. Показатели статистики личного страхования.
2. Показатели статистики имущественного страхования.

Абсолютные показатели:

- общая численность застрахованных объектов или число заключенных договоров, т. е. страховой портфель (N);
- число страховых случаев (n_s);
- число пострадавших объектов (n_p);
- страховая сумма всех застрахованных объектов (S);
- страховая сумма пострадавших объектов (S_p);
- сумма поступивших страховых платежей (взносов, премий) (V);
- сумма выплат страхового возмещения (W);
- сумма дохода от страховой деятельности ($V - W$).

Средние показатели:

- средняя страховая сумма застрахованных объектов: $S_{\text{ср}} = S/N$;
- средняя страховая сумма пострадавших объектов: $S_{\text{п ср}} = S_p/n_p$;
- средний размер выплаченного страхового возмещения: $W_{\text{ср}} = W/n_p$;
- средний размер страхового платежа (взноса, премии): $V_{\text{ср}} = V/N$.

Относительные показатели:

- доля пострадавших объектов: $d_p = n_p/N$;
- частота страховых случаев: $d_s = 100 \times n_p/N$;
- показатель полноты уничтожения: $K_p = W/S_p$ (предельное значение = 1);
- коэффициент выплат страхового возмещения: $K_{\text{вып}} = W/V$ (чем меньше значение этого показателя, тем рентабельнее страховая компания);
- относительная доходность: $K_d = (V - W)/V$;
- уровень взносов по отношению к страховой сумме: $K_{\text{взн}} = V/S$;
- уровень убыточности страховых сумм: $q = W/S$.

Одной из важнейших характеристик страховой компании является уровень ее тарифов и проводимая тарифная политика. С одной стороны, на основе тарифов определяются страховые взносы страхователей. Следовательно, если тарифы завышены, то страховая компания оказывается неконкурентоспособной. С другой стороны, неоправданно занижая тарифы, страховщик не сможет сформировать страховой фонд, достаточный для исполнения взятых на себя обязательств.

Таким образом, от того, насколько объективно обоснованы тарифные ставки по видам страхования, которые проводит данная страховая организация, зависит ее финансовое положение и перспективы дальнейшего развития.

Как указывалось выше, для получения лицензии страховщик обязан провести расчеты страховых тарифов и при этом указать:

- используемые методики актуарных расчетов;
- источники исходных данных;
- структуры тарифных ставок.

Страховой тариф (или, как его часто называют, цена страховой услуги) показывает, сколько денег вносит каждый страхователь в общий страховой фонд с единицы страховой суммы. (Другими словами, сколько копеек с одного рубля страховой суммы, поэтому страховой тариф обычно выражается в процентах. Например, тариф 1% означает, что за имущество, оцененное в 500 000 руб., страхователь должен заплатить страховой компании 5000 руб., или 1 руб. с каждых 100 руб. страховой суммы.)

Полная тарифная ставка называется брутто-ставка, на ее основе определяется размер брутто-премии (брутто-взноса). Брутто-ставка состоит из нетто-ставки и нагрузки.

Структура страхового тарифа представлена на рис. 11.1.

Страховой тариф состоит из нескольких элементов.

Рисковая ставка — предназначена для покрытия риска по всем видам страхования (имущественным и личным) и присутствует в структуре нетто-ставки всегда. Зависит от вероятности наступления страхового случая (в рискованных видах страхования) и страховой суммы (в накопительных видах страхования).

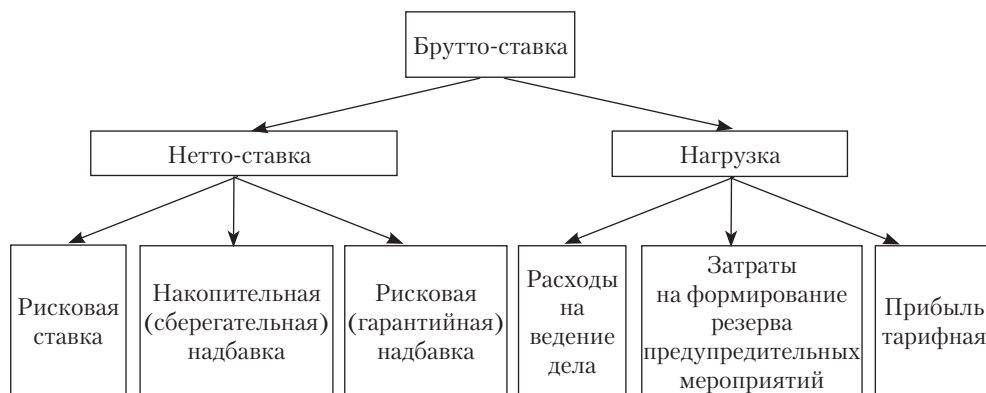


Рис. 11.1. Структура страхового тарифа

Накопительная (сберегательная) надбавка — предназначена для накопления суммы, выплачиваемой по условиям долгосрочного страхования жизни в случае дожития застрахованного до определенного срока. Часть взноса, соответствующая данной части нетто-тарифа, должна инвестироваться с целью получения дохода, так как взносы заранее занижаются на эту инвестиционную составляющую.

Рисковая (гарантийная) надбавка является стабилизационной составляющей и предназначена для возможного превышения фактических выплат над расчетными. Не является обязательным элементом тарифа.

Расходы на ведение дела — затраты на проведение операций страхования, т. е. расходы, которые обычно формируют себестоимость на «обычных» предприятиях (зарплата, ЕСН, аренда, амортизация, услуги сторонних организаций и т. п.). Сюда же входят вознаграждения агентам, брокерам.

Затраты на формирование резерва предупредительных мероприятий могут выделяться в структуре тарифа, но это не является обязательным.

Прибыль тарифная — размер прибыли, который закладывается страховщиком при расчете, но фактически может оказаться выше или ниже расчетной.

Доля нетто-ставки в брутто-ставке зависит от вида страхования и составляет по рисковому виду страхования приблизительно 70–85%, по накопительным — 90%.

При расчете тарифов по страхованию жизни необходимо также принимать во внимание следующие особенности:

- расчеты производятся с использованием демографической статистики, т. е. учитываются закономерности, связанные с процессом доживаемости и смертности;
- при расчетах применяются способы долгосрочных финансовых исчислений;
- тарифная нетто-ставка в части рискового взноса также состоит из нескольких частей, каждая из которых призвана сформировать страховой фонд по одному из видов страховой ответственности, включенных в условия страхования. Например, в смешанном страховании жизни: страхование на дожитие; страхование на случай смерти; страхование на случай утраты трудоспособности.

Анализ финансовой отчетности

Выполняя анализ показателей финансовой отчетности страховщика по общепринятой методике финансового анализа, изложенной в главе 3 (определение абсолютных показателей деятельности и расчет финансовых коэффициентов), необходимо учитывать специфику страхового дела. Например, при определении коэффициентов финансовой устойчивости необходимо из суммы заемных средств (обязательств) исключить все страховые резервы, поскольку привлечение средств для формирования страховых резервов является сущностью деятельности страховой компании.

Но помимо общепринятой методики финансового анализа для оценки страховых компании существует система специальных коэффициентов, расчет которых производится только для данного вида бизнеса.

Проводя финансовый анализ страховой компании, следует учитывать, что, несмотря на предлагаемые в литературе (обычно переводной) различные методики с огромным количеством показателей (часто дублирующих друг друга), целесообразно ограничиться небольшим числом понятных коэффициентов, которые характеризуют аспекты страховой деятельности, действительно являющиеся важными для страхователей, потенциальных инвесторов и контролирурующих органов.

Важнейшими направлениями финансового анализа страховой компании является оценка:

- финансовой устойчивости;
- платежеспособности;
- инвестиционной деятельности;
- ликвидности;
- рентабельности;
- убыточности страховых операций;
- системы перестрахования.

Источником информации для проведения финансового анализа является отчетность страховщика. Основные из анализируемых форм отчетности:

- Бухгалтерский баланс страховой организации (форма № 1 — страховщик).
- Отчет о прибылях и убытках страховой организации (форма № 2 — страховщик).
- Отчет о платежеспособности страховой организации (форма № 6 — страховщик).
- Отчет о размещении страховых резервов (форма № 7 — страховщик).
- Сведения об основных показателях деятельности страховой организации за январь _____ 20__ года (форма ведомственного государственного статистического наблюдения № 1-С).

Обратите внимание: в отчетных формах содержатся показатели, отражающие специфику деятельности страховщика. То есть в отчетности других организаций данные показатели никогда не встречаются. Например, страховые резервы (в пассиве баланса), доля перестраховщиков в страховых резервах, депо премий у пере-

страхователей (в активе баланса), страховые премии, изменение резервов (в отчете о прибылях и убытках) и т. д.

Анализ финансовой устойчивости

Под финансовой устойчивостью страховых операций понимается постоянное сбалансирование или превышение доходов над расходами страховщика в целом по страховому фонду. Основу обеспечения финансовой устойчивости страховой компании составляют:

- экономически обоснованные страховые тарифы;
- страховые резервы;
- собственные средства;
- система перестрахования;
- максимальная концентрация средств страхового фонда.

Аналитические показатели, характеризующие финансовую устойчивость страховых операций, представлены в табл. 11.51.

Таблица 11.51. Аналитические показатели, характеризующие финансовую устойчивость

Наименование показателя	Способ расчета	Нормальное ограничение	Пояснения
Коэффициент Ф. В. Коньшина (степень вероятности дефицитности средств)	$K_{\text{кон}} = \sqrt{\frac{1-Q}{N \times Q}}$	Можно применять, если страховой портфель состоит из объектов с примерно одинаковыми страховыми суммами. Чем меньше $K_{\text{кон}}$, тем выше финансовая устойчивость	Q — средняя тарифная ставка по всему портфелю; N — число застрахованных объектов
Финансовая устойчивость страхового фонда	$K_{\text{фу}} = (Д + З) / Р$	Нормальное значение $K_{\text{фу}} > 1,0$	$Д$ — сумма доходов страховщика за тарифный период; $З$ — сумма средств в запасных фондах; $Р$ — сумма расходов страховщика за тарифный период
Доля собственного капитала в пассивах	$D_{\text{ск}} = (\text{собственный капитал, стр. 490 Баланса}) / (\text{Итого обязательства и капитал, стр. 700 баланса})$	Чем выше значение показателя, тем выше уровень финансовой устойчивости. Для крупных страховых компаний нижняя граница оптимального значения может быть и ниже 20% (например, 13–15%)	Показатель определяет общий уровень финансовой устойчивости страховой организации. Чем выше значение показателя, тем выше уровень финансовой устойчивости. Для крупных страховых компаний нижняя граница оптимального значения может быть и ниже 20% (например, 13–15%)

Таблица 11.51 (окончание)

Наименование показателя	Способ расчета	Нормальное ограничение	Пояснения
Уровень покрытия страховых резервов-нетто собственным капиталом	$У_{рн} = (\text{собственный капитал (ф. 1 стр. 490)} / \text{технические страховые резервы-нетто, кроме страхования жизни})$	Не должно быть меньше 100% (консервативная оценка). На практике распространено: для крупных страховых компаний — не менее 33%, для средних и мелких страховых компаний — не менее 50%	Показатель определяет достаточность (адекватность) собственного капитала по отношению к объему принятых страховщиком на себя рисков, выраженных в виде страховых технических резервов-нетто
Коэффициент соотношения заемных и собственных средств	$K_{з/с} = (\text{величина обязательств}) / (\text{величина собственных средств})$	Снижение показателя является положительной тенденцией. Необходимо, чтобы $K_{з/с}$ был меньше 1,0	При определении обязательств сумму страховых резервов не учитывают
Стоимость чистых активов страховой организации	$ЧА = A_p - П_p$	Чем больше величина чистых активов, тем организация более устойчива к изменениям финансовых обстоятельств и платежеспособна	A_p — активы, принимаемые к расчету; $П_p$ — пассивы, принимаемые к расчету. Величина чистых активов — показатель, позволяющий оценить, сколько обязательств может принять на себя страховая компания без какого-либо ущерба для своей финансовой устойчивости

При расчете последнего показателя страховым компаниям необходимо руководствоваться порядком, изложенным в совместном Приказе Министерства финансов Российской Федерации (№ 83н) и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (№ 03-158/пз) «Об утверждении порядка оценки стоимости чистых активов страховых организаций, созданных в форме акционерных обществ» от 12 сентября 2003 г. Данный порядок расчета распространяется и на страховые компании, созданные в форме обществ с ограниченной ответственностью (см. Письмо Минфина РФ «О порядке оценки стоимости чистых активов страховых организаций, созданных в форме обществ с ограниченной ответственностью» от 22 октября 2004 г. № 07-05-19/7).

Расчет необходимо производить в соответствии с табл. 11.52.

Анализ платежеспособности

Важнейшим показателем финансовой устойчивости страховщика является платежеспособность, которая понимается как способность выполнять свои обязательства. Но при оценке работы страховщика все внешние обязательства принято делить на две большие группы: страховые и нестраховые (прочие). И если не оговорено специально, то под платежеспособностью прежде всего понимают способность страховщика выполнять свои страховые обязательства.

Таблица 11.52. Расчет оценки стоимости чистых активов страховых организаций

Наименование показателя	Код строки бухгалтерского баланса	На начало отчетного периода	На конец отчетного периода
Активы 1. Нематериальные активы 2. Инвестиции 3. Депо премий у перестрахователей 4. Доля перестраховщиков в страховых резервах 5. Дебиторская задолженность по операциям страхования, сострахования 6. Дебиторская задолженность по операциям перестрахования 7. Прочая дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты 8. Прочая дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются в течение 12 мес. после отчетной даты, за исключением задолженности участников (учредителей) по взносам в уставный капитал* 9. Основные средства 10. Незавершенное строительство 11. Запасы 12. Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям 13. Денежные средства 14. Иные активы, за исключением стоимости в сумме фактических затрат на выкуп собственных акций, выкупленных акционерным обществом у акционеров для их последующей перепродажи или аннулирования** 15. Итого активы, принимаемые к расчету (сумма данных пунктов 1–14)			
Пассивы 16. Страховые резервы 17. Задолженность по депо премий перед перестраховщиками 18. Займы и кредиты, подлежащие погашению более чем через 12 мес. после отчетной даты 19. Займы и кредиты, подлежащие погашению в течение 12 мес. после отчетной даты 20. Кредиторская задолженность по операциям страхования, сострахования 21. Кредиторская задолженность по операциям перестрахования 22. Прочая кредиторская задолженность 23. Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов			

Таблица 11.52 (окончание)

Наименование показателя	Код строки бухгалтерского баланса	На начало отчетного периода	На конец отчетного периода
24. Доходы будущих периодов			
25. Резервы предстоящих расходов			
26. Резервы предупредительных мероприятий			
27. Прочие обязательства***			
28. Итого пассивы, принимаемые к расчету (сумма данных пунктов 16–27)			
29. Стоимость чистых активов акционерного общества (итого активы, принимаемые к расчету (стр. 15), минус итога пассивы, принимаемые к расчету (стр. 28))			
* За исключением задолженности участников (учредителей) по взносам в уставный капитал.			
** За исключением фактических затрат по выкупу собственных акций у акционеров.			
*** Включая сумму созданных в установленном порядке резервов в связи с условными обязательствами и с прекращением деятельности.			

Условие о платежеспособности для страховых компаний является более строгим, чем условие о финансовой устойчивости, так как оно включает в себе дополнительные требования к активам организации. Нормативной базой для проведения оценки платежеспособности страховой организации является «Положение о порядке расчета страховщиками соотношения активов и принятых ими страховых обязательств» (утверждено Приказом Минфина РФ от 2 ноября 2001 № 90н).

В данном Положении под нормативным соотношением между активами страховщика и принятыми им страховыми обязательствами (далее — нормативный размер маржи платежеспособности) понимается величина, в пределах которой страховщик, исходя из специфики заключенных договоров и объема принятых страховых обязательств, должен обладать собственным капиталом, свободным от любых будущих обязательств, за исключением прав требования учредителей, уменьшенным на величину нематериальных активов и дебиторской задолженности, сроки погашения которой истекли (далее — фактический размер маржи платежеспособности).

Для проведения расчетов необходимо определение целого ряда показателей (табл. 11.53).

Анализ инвестиционной деятельности

Специфической чертой процесса страхования является то, что в распоряжении страховщика в течение определенного срока находятся временно свободные от обязательств средства, которые могут быть размещены в инвестиции в целях получения дохода (ценные бумаги, недвижимость и другие объекты вложений). С момента поступления страховых взносов до выплаты возмещения проходит определенный период, который обуславливается сроком действия договора страхования. Страховые организации могут инвестировать как собственные средства, так и страховые резервы.

Таблица 11.53. Показатели, необходимые для определения фактического размера маржи платежеспособности СК

Наименование показателя	Способ расчета	Нормальное ограничение	Пояснения
Нормативный размер маржи платежеспособности для видов страхования иных, чем страхование жизни	$H_{нж} = \max (P_1, P_2) \times K_{нж}$		Выбирается максимальный из показателей P_1 или P_2
Минимальный размер чистых активов, который должна иметь страховая компания исходя из принятых ею страховых обязательств	$P_1 = 0,16 \times СП$		СП – размер страховых премий (взносов) за период (как правило, за год) по договорам страхования, сострахования, перестрахования минус возвращенные страховые премии минус отчисления в резерв предупредительных мероприятий минус отчисления по закону
Минимальный размер чистых активов, который должна иметь страховая компания исходя из выполненных ею страховых обязательств	$P_2 = 0,23 \times СВ$		СВ – одна треть от суммы (страховые выплаты, фактически произведенные по договорам страхования, сострахования и начисленные по договорам, принятым в перестрахование, минус суммы поступлений, связанных с реализацией перешедшего к страховщику права требования, которое страхователь (застрахованный, выгодоприобретатель) имеет к лицу, ответственному за убытки, возмещенные в результате страхования, за расчетный период) + (изменение резерва заявленных, но неурегулированных убытков + изменение резерва произошедших, но незаявленных убытков, по договорам страхования, сострахования и договорам, принятым в перестрахование, за расчетный период)

Таблица 11.53 (продолжение)

Наименование показателя	Способ расчета	Нормальное ограничение	Пояснения
Поправочный коэффициент для видов страхования иных, чем страхование жизни	$K_{\text{иж}} = (\text{страховые выплаты, фактически произведенные} - \text{минус начисленная доля перестраховщиков в страховых выплатах} + \text{изменения резерва заявленных, но неурегулированных убытков} + \text{изменения резерва произошедших, но незаявленных убытков} - \text{минус изменения доли перестраховщиков в указанных резервах}) / (\text{общая сумма страховых выплат и изменений резервов убытков, не исключая доли перестраховщиков})$	В случае если поправочный коэффициент меньше 0,5, то в целях расчета он принимается равным 0,5, если больше 1, то принимается равным 1	При отсутствии в расчетном периоде страховых выплат по договорам страхования, сострахования и договорам, принятым в перестрахование, поправочный коэффициент принимается равным 1
Нормативный размер маржи платежеспособности для страхования жизни	$H_{\text{сж}} = 0,05 \times \text{РСЖ} \times K_{\text{ж}}$		РСЖ — резерв по страхованию жизни на последнюю отчетную дату
Поправочный коэффициент для страхования жизни	$K_{\text{ж}} = (\text{резерв по страхованию жизни} - \text{минус доля перестраховщиков в резерве по страхованию жизни}) / (\text{резерв по страхованию жизни})$	В случае если поправочный коэффициент меньше 0,85, в целях расчета он принимается равным 0,85	Если перестрахования не было, то $K_{\text{ж}} = 1$
Нормативный размер общей маржи платежеспособности	$H = H_{\text{иж}} + H_{\text{ж}}$	Не меньше законодательно установленного минимального размера уставного капитала	

Наименование показателя	Способ расчета	Нормальное ограничение	Пояснения
Фактический размер маржи платежеспособности	ФПЛ = (уставной капитал + + добавочный капитал + + резервный капитал + + нераспределенная прибыль отчетного года и прошлых лет) минус (непокрытые убытки отчетного года и прошлых лет + задолженность акционеров (участников) по взносам в уставный капитал + + собственные акции, выкупленные у акционеров + + нематериальные активы + + дебиторская задолженность, сроки погашения которой истекли)		
Соотношение между фактическим и нормативным размерами платежеспособности	ФПЛ \geq Н ФПЛ \leq Н	Если ФПЛ \geq \geq Н \times 1,3, то компания платежеспособна. Если Н \leq \leq ФПЛ $<$ 1,3 \times Н, то страховщик обязан представить в Минфин РФ план финансового оздоровления	Страховщик обязан ежеквартально контролировать соблюдение соотношения между фактическим и нормативным размерами маржи платежеспособности. Если утвержденный план финансового оздоровления не исполняется

Инвестиционный доход — дополнительный источник прибыли страховщика, кроме прибыли от проведения страховых операций. В результате прибыльной инвестиционной деятельности снижается ставка дохода, закладываемая в структуру тарифной ставки, и, следовательно, уменьшается тариф на эту сумму, в чем в равной степени заинтересованы как страховщики, так и страхователи.

От эффективности и надежности размещения временно свободных средств зависит не только доход страховщика, но и его платежеспособность, т. е. возможность выплаты по всем своим обязательствам. В связи с этим размещение страховых резервов находится под жестким контролем со стороны государства.

Основным нормативным документом, регламентирующим инвестиционную деятельность российских страховщиков, до недавнего времени являлись Правила размещения страховщиками страховых резервов, утвержденные Приказом Минфина России от 22 февраля 1999 г. № 16н (с изменениями, утв. Приказами Минфина России от 16 марта 2000 г. № 28н и от 18 августа 2003 г. № 76н), которые утратили силу в связи с изданием Приказа Минфина РФ «Об утверждении Правил размещения страховщиками средств страховых резервов» от 8 августа 2005 г. № 100н (ред. от 20 июня 2007 г.).

В Приказе №100н установлен закрытый перечень видов активов, принимаемых в покрытие страховых резервов:

- 1) федеральные государственные ценные бумаги и ценные бумаги, обязательства по которым гарантированы Российской Федерацией;
- 2) государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации;
- 3) муниципальные ценные бумаги;
- 4) акции;
- 5) иные облигации, кроме относящихся к подпунктам 1–3, 7 и 19;
- 6) векселя организаций, включая векселя банков;
- 7) жилищные сертификаты;
- 8) инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов;
- 9) вклады (депозиты) в банках, в том числе удостоверенные депозитными сертификатами;
- 10) сертификаты долевого участия в общих фондах банковского управления;
- 11) недвижимое имущество;
- 12) доля перестраховщиков в страховых резервах;
- 13) депо премий по рискам, принятым в перестрахование;
- 14) дебиторская задолженность страхователей, перестраховщиков, перестрахователей, страховщиков и страховых агентов;
- 15) денежная наличность;
- 16) денежные средства в валюте Российской Федерации на счетах в банках;
- 17) денежные средства в иностранной валюте на счетах в банках;
- 18) слитки золота, серебра, платины и палладия, а также памятные монеты Российской Федерации из драгоценных металлов;
- 19) ипотечные ценные бумаги;
- 20) займы страхователям по договорам страхования жизни.

Согласно ст. 27 Закона о страховании, «размещение страховых резервов должно осуществляться страховщиками на условиях диверсификации, возвратности, прибыльности и ликвидности». Соответствие деятельности страховщиков данным принципам определяется выполнением структурных соотношений, указанных в табл. 11.54.

Таблица 11.54. Структурные соотношения активов и резервов страховой компании

№	Активы, принимаемые для покрытия страховых резервов	Не более
1	Стоимость государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации и муниципальных ценных бумаг	30% от суммарной величины страховых резервов
2	Стоимость муниципальных ценных бумаг одного субъекта Российской Федерации	15% от суммарной величины страховых резервов
3	Стоимость государственных ценных бумаг одного органа местного самоуправления	10% от суммарной величины страховых резервов
4	Стоимость векселей банков и вкладов суммарной (депозитов), в том числе удостоверенных депозитными сертификатами, в банках, имеющих рейтинг одного из международных рейтинговых агентств <i>Standard & Poor's, Moody's Investor Service</i> и <i>Fitch Inc.</i> не ниже уровня ВВ-, ВА3 и ВВ- соответственно или рейтинг одного из российских рейтинговых агентств категории (класса), соответствующей уровню удовлетворительной кредитоспособности (финансовой надежности)	50% от величины страховых резервов
5	Стоимость векселей банков и вкладов (депозитов), в том числе удостоверенных депозитными сертификатами, в банках, не имеющих рейтинги, указанные в п. 4 настоящей таблицы	20% от величины страховых резервов
6	Максимальная стоимость векселей банков и вкладов (депозитов) в банках, в том числе удостоверенных депозитными сертификатами	50% от величины страховых резервов
7	Максимальная стоимость векселей банков и вкладов (депозитов) в банках, в том числе удостоверенных сертификатами одного банка	20% от величины страховых резервов
8	Стоимость акций	15% от величины страховых резервов
9	Стоимость облигаций (кроме федеральных государственных ценных бумаг и ценных бумаг, обязательства по которым гарантированы Российской Федерацией, государственных ценных бумаг субъектов Российской Федерации, муниципальных ценных бумаг и ипотечных ценных бумаг)	20% от величины страховых резервов
10	Стоимость векселей организаций, за исключением векселей банков	10% величины страховых резервов
11	Стоимость жилищных сертификатов	5% от величины страховых резервов
12	Стоимость инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов и сертификатов страховых резервов долевого участия в общих фондах банковского управления жизни	10% от величины страховых резервов по страхованию жизни; 5% от величины страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни
13	Стоимость прав собственности на долю в общих фондах банковского управления одного доверительного управляющего	15% от суммарной величины страховых резервов

Таблица 11.54 (продолжение)

№	Активы, принимаемые для покрытия страховых резервов	Не более
14	Суммарная стоимость ценных бумаг, эмитированных одним юридическим лицом	10% от суммарной величины страховых резервов
15	Стоимость недвижимого имущества	20% величины страховых резервов по страхованию жизни; 10% величины страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни
16	Стоимость одного объекта недвижимости	10% от суммарной величины страховых резервов
17	Стоимость слитков золота, серебра, платины и палладия, а также памятных монет Российской Федерации из драгоценных металлов	10% от суммарной величины страховых резервов
18	Суммарная величина доли перестраховщиков в страховых резервах (кроме доли перестраховщиков в резерве заявленных, но неурегулированных убытков)	20% от величины страховых резервах по страхованию жизни; 50% от величины страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни, за исключением резерва заявленных, но неурегулированных убытков. В случае осуществления видов страхования, указанных в пп. 7–9, 15–18 п. 1 ст. 32.9 Закона РФ «Об организации страхового дела в Российской Федерации», разрешенный процент не может быть более 60% от величины страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни, за исключением резерва заявленных, но неурегулированных убытков
19	Суммарная величина доли перестраховщиков, не являющихся резидентами Российской Федерации, в страховых резервах (кроме доли перестраховщиков в резерве заявленных, но неурегулированных убытков)	10% от величины страховых резервов по страхованию жизни; 30% от величины страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни, за исключением резерва заявленных, но неурегулированных убытков. В случае осуществления видов страхования, указанных в пп. 7–9, 15–18 п. 1 ст. 32.9 Закона РФ «Об организации страхового дела в Российской Федерации», разрешенный процент не может быть более 50% от величины страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни, за исключением резерва заявленных, но неурегулированных убытков

№	Активы, принимаемые для покрытия страховых резервов	Не более
20	Максимальная величина страховых резервов (кроме доли перестраховщиков в резерве заявленных, но неурегулированных убытков) доли одного перестраховщика, являющегося резидентом РФ и имеющего рейтинг международных рейтинговых агентств в соответствии с требованиями, установленными абзацами 3–9 пп. 8 п. 7 Правил	10% от величины страховых резервов по страхованию жизни; 25% от величины страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни, за исключением резерва заявленных, но неурегулированных убытков
21	Максимальная величина страховых резервов (кроме доли перестраховщиков в резерве заявленных, но неурегулированных убытков) доли одного перестраховщика, являющегося резидентом Российской Федерации и не имеющего рейтинг международных рейтинговых агентств в соответствии с требованиями, установленными абзацами 3–9 пп. 8 п. 7 Правил	10% от величины страховых резервов по страхованию жизни; 15% от величины страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни, за исключением резерва заявленных, но неурегулированных убытков
22	Максимальная величина страховых резервов (кроме доли перестраховщиков в резерве заявленных, но неурегулированных убытков) доли одного перестраховщика, не являющегося резидентом Российской Федерации	10% от величины страховых резервов по страхованию жизни; 25% от величины страховых резервов по страхованию иному, чем страхование жизни, за исключением резерва заявленных, но неурегулированных убытков
23	Депозиты премий по рискам, принятым в перестрахование	10% от суммарной величины страховых резервов
24	Дебиторская задолженность страхователей, перестрахователей, страховых агентов по страховым премиям (взносам), за исключением дебиторской задолженности страхователей по договорам обязательного государственного страхования	5% от величины страховых резервов по страхованию жизни; 45% от величины резерва незаработанной премии по страхованию иному, чем страхование жизни
25	Дебиторская задолженность страхователей по договорам обязательного государственного страхования	100% от величины резерва незаработанной премии по договорам обязательного государственного страхования
26	Суммарная дебиторская задолженность по операциям страхования, сострахования и перестрахования, за исключением суммы дебиторской задолженности страхователей, перестрахователей, страховых агентов по страховым премиям (взносам) премии	25% от суммарной величины страховых резервов, за исключением резерва незаработанной премии
27	Стоимость ипотечных ценных бумаг	5% от величины страховых резервов по страхованию жизни
28	Займы страхователям по страхованию жизни	10% от величины страховых резервов по страхованию жизни
29	Средства страховых резервов, переданные в доверительное управление	20% от суммарной величины страховых резервов
30	Суммарная стоимость активов, принимаемых для покрытия страховых резервов, не относящихся к находящимся на территории РФ, за исключением доли перестраховщиков, не являющихся резидентами РФ, в страховых резервах	20% от суммарной величины страховых резервов

Иными словами, основными принципами, которыми должна руководствоваться страховая компания в процессе планирования инвестиционной политики, являются безопасность вложений и доходность.

Безопасность означает, что инвестиции осуществляются в надежные предприятия, деятельность которых, согласно прогнозам, будет успешной. Свободные активы должны быть возвращены в полном объеме. Зачастую безопасность вложений и высокая доходность противоречат друг другу. Неблагоразумно инвестировать средства в высокодоходные предприятия с высокой долей риска. В этом случае существует риск потерять не только доход, но и инвестированные средства.

Страховая компания самостоятельно определяет свою инвестиционную стратегию для размещения собственных средств и страховых резервов. При выборе объекта инвестиций следует учитывать взаимозависимость риска и дохода, т. е. соблюдать принцип диверсификации вложений. Так, часть средств может быть направлена в низкодоходные и малорискованные инвестиции, а другая часть — в высокодоходные, но с высокой степенью риска. В результате инвестиционный риск будет распределен между различными видами вложений, что обеспечит устойчивость инвестиционного портфеля страховщика.

При формировании портфеля инвестиций необходимо рассматривать как ожидаемый доход, так и риск. Между нормой прибыли и риском при определенных условиях существует взаимосвязь, исследуя которую можно найти оптимальное соотношение между ними. Диверсификация инвестиций приводит к значительному снижению риска, но при этом прибыль не уменьшается.

Наиболее распространенные коэффициенты анализа инвестиционной деятельности страховщика представлены в табл. 11.55.

Для анализа ликвидности и рентабельности предлагается рассчитать следующие показатели (табл. 11.56 и 11.57).

Анализ убыточности страховых операций

Убыточность — один из важнейших экономических показателей страховой деятельности, характеризующий отношение суммы убытка (расходов) к соответствующей базовой величине. Показатели убыточности используются:

- для оценки результатов **хозяйственной деятельности** страховщика — сопоставляется финансовый результат с доходами по той или иной группе страховых операций;
- для характеристики **развития риска** — здесь основным является показатель убыточности страховых сумм, который рассчитывается, как указывалось выше, по формуле $q = W/S$ (где W — объем выплат страхового возмещения (страховых сумм), S — совокупная страховая сумма всех застрахованных объектов).

Как и показатели рентабельности, убыточность может рассчитываться по отдельному виду страхования, подотрасли, отрасли, страховому фонду за любой период времени. Но на практике, как правило, определяется за отчетный период.

Для аналитических целей могут также рассчитываться следующие показатели (табл. 11.58).

Таблица 11.55. Коэффициенты анализа инвестиционной деятельности страховой компании

Наименование показателя	Способ расчета	Нормальное ограничение	Пояснения
Уровень покрытия инвестиционными активами страховых резервов-нетто	$I_{\text{страх}} = (\text{инвестиции (ф. 1 стр. 120)} + \text{денежные средства (ф. 1 стр. 260)}) / (\text{страховые резервы-нетто перестрахование}^*)$ $= \text{резерв незаработанной премии (ф. 1 стр. 520)} + \text{резервы убытков (ф. 1 стр. 530)} + \text{другие страховые резервы (ф. 1 стр. 540)} - \text{минус доля перестраховщиков в резерве незаработанной премии (ф. 1 стр. 162)} - \text{минус доля перестраховщиков в резервах убытков (ф. 1 стр. 163)}$	Значение показателя менее 100% может свидетельствовать о размещении компанией средств в неликвидных активах либо в активах с высокой или повышенной степенью риска (дебиторская задолженность, нематериальные активы, оборудование и материалы)	Показатель определяет степень размещения средств, за счет которых покрываются обязательства страховой компании, в инвестиционных активах и в виде денежных средств на банковских счетах СК и в кассе. Сумма объема инвестиционных активов и денежных средств на банковских счетах и в кассе должна соответствовать или превышать размер страховых резервов
Степень диверсификации инвестиционного портфеля	Анализ проводится на основе баланса СК (стр. 120 «Инвестиции»), но только при наличии подробной расшифровки инвестиционного портфеля СК	Может определяться в % от 0 до 100%	Определяет уровень концентрации активов СК в различных финансовых инструментах. Оценка показателя имеет особое значение в случае, если у СК в инвестиционном портфеле (ИП) преобладают долевыми финансовыми инструментами (акции, паи)
Коэффициент эффективности инвестиций	$K_{\text{эф}} = (\text{доходы от инвестирования страховых резервов}) / (\text{страховые резервы})$	Рост показателя является положительной тенденцией	Показывает, сколько единиц инвестиционного дохода приходится на единицу страховых резервов. Характеризует эффективность инвестиционной деятельности

Таблица 11.56. Анализ ликвидности страховой компании

Наименование показателя	Способ расчета	Нормальное ограничение	Пояснения
Доля наиболее ликвидных активов в общем объеме активов	$L_{\text{страх}} =$ (денежные средства + краткосрочные финансовые вложения)/(активы страховой компании (ф. 1 стр. 300))	Чем выше доля ликвидных активов СК в общем объеме активов, тем выше запас прочности СК по ликвидности	Показатель определяет общий запас прочности страховой компании по ликвидности. Ликвидная часть активов, принимаемых в покрытие страховых резервов, определяется на основе данных формы № 7 «Отчет о размещении страховых резервов»
Уровень покрытия страховых технических резервов СК наиболее ликвидными активами	$L_{\text{урл}} =$ (денежные средства + краткосрочные финансовые вложения)/(технические страховые резервы-нетто, кроме страхования жизни)	Увеличение показателя является положительной тенденцией	Показывает, какая часть резервов размещена в наиболее ликвидных активах
Доля наиболее ликвидных активов, принимаемых в покрытие страховых резервов-нетто в общем объеме активов, принимаемых в покрытие страховых резервов-нетто	Расчет производится на основе данных таблицы «Структурные соотношения активов и резервов».	Увеличение показателя является положительной тенденцией	Характеризует наиболее ликвидные активы в общем объеме активов, участвующих в инвестиционной деятельности страховщика
Сводный показатель ликвидности	$L_{\text{свод}} =$ (денежные средства + краткосрочные финансовые вложения)/(страховые резервы по рисковым видам страхования + (РСЖ/12))	Наилучшим является значение, максимально приближенное к 1	Показатель рассматривают в совокупности с данными о структуре портфеля, контингента страхователей и сроков осуществления выплат

Таблица 11.57. Анализ рентабельности страховой компании

Наименование показателя	Способ расчета	Нормальное ограничение	Пояснения
Рентабельность деятельности	$R_{д} = \text{балансовая прибыль (убыток)} / \text{полученные страховые премии}$	Рост показателя является положительной тенденцией	Из полученных премий вычитают премии, переданные в перестрахование
Рентабельность рискованных видов страхования	$R_{рв} = (\text{страховые выплаты} + \text{накладные расходы} + \text{изменение резервов}) \times (\text{уровень инвестиционных доходов}) / (\text{страховые взносы})$	Оптимальным является минимальное значение показателя. Значение меньше 1,0 говорит о прибыльности страховщика по рискованым видам страхования	Все показатели в формуле определяются только для рискованного вида страхования
Рентабельность по накопительному страхованию жизни	$R_{ск} = (\text{страховые выплаты} + \text{накладные расходы} + \text{изменение резервов}) / (\text{страховые взносы} + \text{доход от инвестирования РСЖ} - \text{минус расход по инвестициям РСЖ})$	Оптимальным является минимальное значение показателя. Значение меньше 1,0 говорит о прибыльности страховщика по накопительному страхованию жизни	Все показатели в формуле определяются только для накопительного страхования жизни
Уровень накладных расходов	$Ур_{пр} = (\text{накладные расходы}) / (\text{страховые взносы по рискованым видам страхования} + (\text{страховые взносы по страхованию жизни}) / 12)$	Наилучшим является минимальное значение показателя.	Желательно дополнить анализом структуры расходов по элементам и статьям
Текущая рентабельность	$R_{тек} = \text{страховые премии-нетто перестрахование (ф. 2 стр. 080)} / (\text{выплаты по договорам страхования-нетто перестрахование (ф. 2 стр. 110)} + \text{расходы по ведению страховых операций-нетто перестрахование (ф. 2 стр. 160)} + \text{управленческие расходы (ф. 2 стр. 200)} + \text{операционные расходы, кроме связанных с инвестициями (ф. 2 стр. 220)} + \text{внеоперационные расходы (ф. 2 стр. 240)})$	Оптимальное значение показателя больше 100%, которое возможно при стабильной работе компании с постепенным ростом объемов деятельности	Показатель характеризует достаточность притока средств в виде поступлений страховой премии для покрытия текущих расходов на страховые выплаты (состоявшиеся убытки), текущих расходов на ведение дела, управленческих, операционных и внеоперационных расходов за исключением расходов, связанных с инвестиционной деятельностью СК. Данный показатель рассчитывается без учета операций по перестрахованию

Таблица 11.58. Показатели, характеризующие уровень выплат (расходов) страховой компании И

Наименование показателя	Способ расчета	Нормальное ограничение	Пояснения
Показатель уровня выплат по видам страхования, кроме страхования жизни	$U_{р,}$ = выплаты по договорам страхования всего, кроме жизни (ф. 2, стр. 111)/страховые премии всего, кроме жизни (ф. 2 стр. 081)	Зависит от специализации страховой компаний на определенных видах страхования. Если $U_{р,}$ длительное время превышает уровень нетто-ставки, заложеной в тарифе (например 60%), то страховщик терпит убытки. Если $U_{р,}$ очень низкий, возможно, СК не желает производить страховые выплаты клиентам (необходим анализ судебных разбирательств)	Показатель определяет общий уровень выплат СК в процентах (с участием перестраховщиков в выплатах) по отношению к объему собранных страховых премий за период (без учета факта дальнейшего перестрахования рисков)
Показатель уровня выплат-нетто, кроме страхования жизни	$U_{р, \text{нетто}}$ = выплаты по договорам страхования-нетто перестрахование (ф. 2, стр. 110)/заработанная премия-нетто перестрахование* *Заработанная премия-нетто перестрахование = страховые премии-нетто перестраховане за отчетный период (ф. 2 стр. 080) + резерв незаработанной премии-нетто перестрахование на начало отчетного периода ** минус резерв незаработанной премии-нетто перестрахование на конец отчетного периода** ** Резерв незаработанной премии-нетто перестрахование = резерв незаработанной премии (ф. 1 стр. 520) минус доля перестраховщиков в резерве незаработанной премии (ф. 1 стр. 162)	Как правило, данный показатель выше $U_{р,}$ Крайне низкие значения показателя означают то, что СК «не платит» по договорам страхования. Слишком высокие значения показателя могут свидетельствовать о несбалансированном страховом портфеле СК, возможно, о неоптимальности политики перестрахования рисков или о катастрофических потерях СК, вызванных объективными причинами	Показатель широко распространен в западной практике. Он определяет уровень убыточности собственных страховых операций СК без учета участия перестраховщиков в полученных премиях и осуществленных выплатах

Наименование показателя	Способ расчета	Нормальное ограничение	Пояснения
Показатель уровня расходов, кроме страхования жизни	$У_{P_0} = \text{Расходы страховой компании}^* / \text{заработанная премия-нетто перестрахование}$ $* \text{Расходы страховой компании} = \text{расходы по ведению страховых операций-нетто перестрахование (ф. 2 стр. 160) + управленческие расходы (ф. 2 стр. 200) + операционные расходы, кроме связанных с инвестициями (ф. 2 стр. 220) + + внереализационные расходы (ф. 2 стр. 240)}$	Оптимально 5–30%. Зависит от видов страховой деятельности и специализации СК	Показатель широко распространен в западной практике. Он определяет уровень расходов СК по страховым операциям по отношению к объему заработанной премии за вычетом перестрахования. Чем ниже уровень расходов, тем выше запас прочности страховой компании. Следует отметить, что в расходах страховой компании не учитываются инвестиционные расходы, так как они относятся не к страховой, а к инвестиционной деятельности
Комбинированный показатель расходов-нетто	$У_{P_{\text{выгодно}}} + У_{P_p}$	Значение показателя должно быть менее 100%, иначе СК не получает положительного результата от страховой деятельности. Чем меньше значение показателя, тем лучше (если не прослеживается тенденция на «бойкотирование» страховых выплат)	Показатель широко распространен в западной практике. Он определяет общий уровень убыточности страховых операций, совмещающая в себе убыточность страховых выплат и уровень расходов по страховым операциям

Анализ системы перестрахования

Перестрахование — система экономических отношений, в соответствии с которой страховая компания, принимая на страхование риски, часть ответственности по ним (с учетом своих финансовых возможностей) передает другим страховщикам. Страховая компания при этом называется перестрахователем, а компания принявшая риск — перестраховщиком. Перестрахование является одним из важнейших факторов формирования сбалансированного страхового портфеля и, как следствие, обеспечения финансовой устойчивости и рентабельности страховых операций.

Более того, в соответствии с Приказом Росстрахнадзора от 19 мая 1994 г. № 02-02/08 (ред. от 17 июня 1994 г.) «Об утверждении новой редакции “Условий лицензирования страховой деятельности на территории РФ”» (п. 3.6) «Максимальная ответственность по отдельному риску по договору страхования не может превышать 10 процентов собственных средств страховщика». Максимальной ответственностью признается совокупная страховая сумма по действующим договорам страхования.

Для анализа перестраховочных операций рекомендуется использовать показатели, перечисленные в табл. 11.59.

Анализ страховой отрасли

Оценивая бизнес любого предприятия, оценщику необходимо провести анализ отрасли, к которой данное предприятия относится.

Таблица 11.59. Показатели, используемые для анализа перестраховочных операций

Наименование показателя	Способ расчета	Нормальное ограничение	Пояснения
Доля перестраховщиков в страховых резервах (кроме жизни)	Доля перестраховочных резервов = доля перестраховщиков в страховых резервах (кроме жизни)* / страховые резервы (кроме жизни).** * Доля перестраховщиков в страховых резервах (кроме жизни) = доля перестраховщиков в резерве незаработанной премии (ф. 1 стр. 162) + + доля перестраховщиков в резервах убытков (ф. 1 стр. 163) ** Страховые резервы (кроме жизни) = резерв незаработанной премии (ф. 1 стр. 520) + резервы убытков (ф. 1 стр. 530)	Высокий показатель (более 50–60%) свидетельствует о чрезмерной зависимости СК от перестраховщиков. Однако для СК, специализирующихся на страховании крупных рисков (промышленные риски, авиастрахование), характерна высокая доля перестраховщиков в страховых резервах — более 50%. Обычно показатель на уровне не ниже 5–10%	Доля перестраховщиков в страховых резервах определяет степень зависимости страховой компании от перестраховщиков, сложившуюся на отчетную дату

Наименование показателя	Способ расчета	Нормальное ограничение	Пояснения
Доля страховых премий, переданных в перестрахование в анализируемом периоде	Доля страховых премий = страховые премии, переданные перестраховщикам (ф. 2, стр. 082)/страховые премии – всего (ф. 2, стр. 081)	Данный показатель полезно сравнить с показателем «Доля перестраховщиков в страховых резервах». Если он выше, то можно предположить, что уровень зависимости СК от перестраховщиков в анализируемом периоде вырос; если ниже, то можно предположить, что уровень зависимости СК от перестраховщиков в анализируемом периоде снизился	Определяет степень зависимости страховой компании от перестраховщиков в течение анализируемого периода
Качество перестраховочного портфеля (определяется экспертно)	Анализируются следующие факторы: <ul style="list-style-type: none"> • структура перестраховочного портфеля (насколько концентрированы риски в перестраховочном портфеле на одном или нескольких перестраховщиках); • известность и имидж перестраховщиков; • финансовое состояние перестраховщиков; • наличие у перестраховщиков национальных и международных кредитных рейтингов 	В случае наличия у перестраховочной компании международного рейтинга рейтингового агентства S&P на уровне не ниже A–, перестраховочную защиту перестраховщика с таким рейтингом можно считать очень хорошей	Важный показатель при оценке уровня устойчивости СК, так как позволяет СК быть уверенной в получении возмещения по переданным в перестрахование рискам в случае возникновения страхового события. Если перестраховщик по каким-либо причинам откажется от выплаты своей доли страхового возмещения, СК должна выплатить указанную долю из своих средств, т. е. полностью отвечает перед страхователем

Анализу страховой отрасли в целом, отдельным отраслям и видам страхования, в силу их высокой социальной и экономической значимости, в настоящее время уделяют внимание практически все ведущие экономические издания страны.

Но существуют информационные источники, которые специализируются именно на страховой отрасли.

Все официальные статистические данные о развитии страхования в стране публикуются Минфином РФ, Росстрахнадзором РФ (структурное подразделение Минфина РФ) и Госкомстатом РФ (Федеральная служба государственной статистики).

Оперативную статистическую информацию о количестве страховых компаний, собранных взносах, произведенных выплатах, о структуре страхового рынка России и его динамике, о доли страховой отрасли в народном хозяйстве страны и прочее можно найти на сайтах этих организаций:

- <http://minfin.rinet.ru>
- <http://www.gks.ru>

Сегодня российский страховой рынок — один из самых динамично развивающихся.

Количественные показатели развития страхового рынка приведены в табл. 11.60.

Таблица 11.60. Основные показатели деятельности страховых организаций РФ с 2000 по 2007 г.*

Показатель	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007**
Число учтенных страховых организаций	1166	1196	1205	1187	1063	983	921	857
Число филиалов страховых организаций	4507	4628	5249	4955	4944	5038	5171	н/д
Уставный капитал, млрд руб	16,0	36,6	52,9	76,3	130,4	142,0	149,4	171,1
Среднесписочная численность страховых агентов (без совместителей и работников несписочного состава), чел.	50452	47232	46131	52783	52618	67218	40766	н/д
Средняя численность страховых агентов, принятых на работу по совместительству из других организаций, чел.	9346	8252	8145	10803	8302	8460	21895	н/д

* По данным сайта Росстата www.gsk.ru

** Рассчитано автором по данным сайта «Страхование сегодня» www.insur-today.ru

Показатель	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Средняя численность страховых агентов, выполнявших работы по договорам гражданско-правового характера, чел.	42810	42879	46279	74742	109576	128691	177254	н/д
Число заключенных договоров страхования, млн	90,9	90,6	99,7	106,4	108,0	138,1	133,4	н/д
из них договоры добровольного страхования	88,8	86,7	96,4	89,7	77,5	103,3	97,0	н/д
Страховая сумма по заключенным договорам, млрд руб.	14882,4	22750,6	32322,9	53675,7	65519,8	107945,4	134030,1	н/д
из нее по договорам добровольного страхования	12834,2	20190,0	29084,8	41977,5	51479,0	93315,2	111267,0	н/д
Страховые премии (взносы) — всего, млрд руб.	170,1	291,1	329,9	446,8	470,5	506,2	614,0	763,6
из них по договорам добровольного страхования	138,7	249,0	267,6	343,2	315,2	303,7	340,7	402,4
в том числе по договорам, заключенным за счет средств граждан	83432,1	158374,4	148325,4	130663,3	138333,7	99022,4	118365,1	н/д
Выплаты по договорам страхования — всего, млрд руб.	138,6	201,0	232,5	292,3	293,6	308,5	356,9	473,8
из них по договорам добровольного страхования	109,6	161,8	172,9	216,3	174,32	142,9	128,6	н/д
в том числе по договорам, заключенным за счет средств граждан	91364,0	136600,7	142151,0	123309,1	115070,9	76258,2	65143,0	н/д

Таблица 11.60 (окончание)

Показатель	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Сальдированный финансовый результат (прибыль минус убыток), млн руб.	2089,3	2795,8	11373,2	15458,4	10203,8	28800,4	30550,8	н/д
Дебиторская задолженность, млн руб.	...	...	40067,3	51595,8	73088,3	107985,1	118432,9	н/д
Кредиторская задолженность, млн руб.	...	...	45108,9	53641,9	64434,3	71530,9	75533,7	н/д

В 2007 г. общий объем страховых премий увеличился до 763,6 млрд руб. Анализ рынка страховых услуг дает возможность выявить следующие *основные тенденции* его развития:

- несмотря на ускорение роста добровольных видов страхования, обязательные виды растут быстрее добровольных. Этот рост происходит в основном за счет увеличения финансирования государством медицины через систему ОМС;
- консолидация рынка (снижение числа страховых организаций в связи с ужесточением требований к минимальному уровню уставного капитала). На начало 2007 г. — 903 (из 921 состоящих в реестре), а по итогам 2007 г. только 800 страховых компаний (из 857 состоящих в реестре) представили в ФССН данные о своей деятельности;
- концентрация страхового бизнеса (средний размер премии, приходящийся на одну страховую организацию из общего числа зарегистрированных). Если в 2003 г. на одну страховую компанию приходилось 376 млн руб. премии, в 2006 г. — 667 млн руб., то в 2007 г. — уже 891 млн руб. Данный рост перекрывает накопленную за этот период инфляцию;
- рост совокупного уставного капитала страховщиков, увеличение их активов. Размер активов страховщиков на начало 2007 г. составил 675 млрд руб., что является весьма значительным инвестиционным ресурсом;
- следует ожидать (в условиях сокращения перечня законодательно установленных лицензированных видов деятельности) высоких темпов развития страхования гражданской ответственности за причинение вреда третьим лицам;
- усиление присутствия иностранных страховщиков: в 2007 г. на рынке произошли заметные сделки с участием иностранцев. Наиболее крупные из них — покупка «Альянсом» РОСНО вместе с «Прогресс-Гарантом» и приобретение «Цюрихом» компании НАСТА. В конце 2007 г. было объявлено о рекордной — с точки зрения как абсолютной суммы, так и мультипликаторов — сделке по приобретению пакета 36,7% акций РЕСО-Гарантии за 810 млн евро французской АХА;

- расширение сотрудничества с банками: банки превратились в один из самых эффективных каналов продаж. Через банки продаются практически все розничные виды и ряд корпоративных: автокаско, ОСАГО, страхование жизни заемщиков, титульное страхование, страхование банковских рисков. Если в 2006 г. объем премий, собранных по банковским программам или по страхованию непосредственно банковских рисков, достиг \$1 млрд по оценкам «Эксперт РА», то по итогам 2007 г. он может достигнуть \$3 млрд.

Оценивая уровень консолидации и концентрации страхового бизнеса, нужно учитывать также разделение бизнеса, создание дочерних структур по страхованию жизни. На 1 января 2008 г. 120 компаний занимались страхованием жизни, однако 85% поступлений по этому виду приходится на 15 компаний. Уровень концентрации в этом бизнесе выше, так как для страхования жизни требуется большая капиталоемкость.

Страховые компании выступают и как крупнейшие налогоплательщики в стране. Оплаченные ими налоги достигают размера 300 млн руб. (по итогам 2007 г.).

За последние годы принят целый ряд законодательных актов и документов, которые установили рамки и задали направления для дальнейшего развития страхового дела в России. Практически завершился процесс специализации страховых компаний, повысились стандарты регулирования и надзора, усилены требования к прозрачности и финансовой стабильности, предприняты шаги по развитию инфраструктуры страхового рынка — принят Закон «О взаимном страховании», уточняется статус актуариев, разработан порядок сертификации агентов, подготовлены предложения по реформированию системы подготовки страховых кадров.

По прогнозам Минфина, совокупные сборы страхового рынка в 2010 г. составят 0,95–1,10 трлн руб., а выплаты — 0,55–0,60 трлн руб. В 2012 г. эти показатели будут равняться 1,20–1,50 трлн руб. и 0,75–0,80 трлн руб. соответственно, а к 2020 г. — превысят 2,00 трлн руб. и 1,20 трлн руб. Таким образом, ожидаемый рост страховой отрасли в 2008–2010 гг. — не менее чем на 20% в год, с учетом инфляции, т. е. примерно в три раза выше, чем рост экономики в целом (при некотором росте коэффициента убыточности). Таких показателей отрасль должна достичь в результате реализации стратегии развития страхования на среднесрочную перспективу.

Но современному страховому российскому рынку присущи и ряд серьезных нерешенных проблем. Сохраняет актуальность и остроту задача оптимизации функций, выполняемых государством в страховой сфере. Последнее предполагает передачу избыточных функций профессиональным объединениям и СРО страховщиков, а также совместную реализацию ряда других функций, что позволит органам государственной власти сконцентрировать усилия на решении ключевых проблем и своевременном решении наиболее сложных задач, а страховому сообществу внести больший вклад в решение общепромышленных и институциональных проблем. Ведь результаты деятельности страховых компаний в очень значительной степени зависят от правовой среды и инвестиционного климата в стране.

Одна из самых главных нерешенных проблем — это откладывание принятия Федерального закона «Об обязательном страховании гражданской ответственности владельца опасного объекта за причинение вреда в результате аварии на

опасном объекте», а также проблемы экологической безопасности, которую необходимо решать, в том числе, и с помощью экологического страхования. Не менее серьезны вопросы, связанные с пересмотром тарифов по ОСАГО, более активным участием страховщиков в системе ОМС и дополнительных страховых взносах на накопительную часть трудовой пенсии, совершенствовании законодательных основ в области сельскохозяйственного страхования, закреплении налоговых льгот по долгосрочному страхованию жизни, развитие саморегулирования на страховом рынке.

Анализ рынка страховых услуг должен занимать важнейшее место в оценке страхового бизнеса, так как без выявления тенденций развития рынка и установления основных его характеристик оценщик не сможет выявить место и роль данного страховщика на рынке, спрогнозировать будущую деятельность страховой компании, выбрать адекватные методы оценки.

Рейтинговую оценку страхового бизнеса осуществляют (раскрывая методики рейтинга) и публикуют такие организации, как:

- Росбизнесконсалтинг (<http://rating.rbc.ru>);
- Эксперт РА (<http://www.raexpert.ru>).

Аналитические материалы, которые могут быть полезны при проведении оценки, можно найти на сайтах:

- <http://www.insur-today.ru> (АСН «Страхование сегодня» Портал страховщиков);
- <http://www.ins-forum.ru> (Страховой форум);
- <http://www.znay.ru> (Знай страхование);
- <http://www.ankil.ru> (Страховое издательство Анкил);
- <http://www.ins-union.ru> (Всероссийский союз страховщиков).

Необходимо также пользоваться материалами, публикуемыми в таких известных журналах, как:

- Страхование дело;
- Страхование ревью;
- Русский полис;
- Финансы;
- Эксперт.

Расчет стоимости бизнеса страховой компании

Оценка бизнеса страховой компании на основе проведенного анализа проводится теми же методами, что и для любого другого вида бизнеса. Необходимо лишь обратить внимание на некоторые нюансы. Наибольшую сложность в настоящее время при оценке конкретной страховой компании представляет применение методов **сравнительного подхода**. В последнее время в печати (например, газеты «Коммерсантъ», «Деловой Петербург», журнал «Эксперт») и в Интернете (смотри вышеуказанные сайты, а также сайты оценочных фирм) стало появляться достаточное количество объявлений о купле-продаже страховых компаний. Но очень сложно найти две страховые компании, которые одновременно были бы сравнимы по огромному количеству показателей. В этом случае лучше отказаться

от применения этого подхода либо попытаться отнести анализируемую страховую компанию, к какому-либо классу компаний по нескольким значимым показателям (например, объем страховых премий, объем страховых выплат, размер уставного капитала).

При применении **затратного подхода** можно воспользоваться методом стоимости чистых активов. В разделе «Анализ финансовой устойчивости» представлен алгоритм расчета оценки стоимости чистых активов страховых организаций (в балансовой оценке), рекомендованный Минфином РФ. Этим алгоритмом можно воспользоваться, но с учетом того, что при проведении оценки бизнеса представленные статьи необходимо оценить по обоснованной рыночной стоимости.

При применении **доходного подхода**, учитывая, что большая часть денежных поступлений и расходов страховой компании носят вероятностный характер, целесообразнее воспользоваться методом дисконтирования денежных потоков.

11.6. Оценка ресторанов

Оценка ресторана, как и любого другого действующего бизнеса, играет определяющую роль в разработке стратегии его продажи. От того, насколько заявленная цена соответствует действительному положению дел, зависит не только время реализации бизнеса, но и сама возможность таковой.

Сегодня рестораны привлекают большое число инвесторов из-за того, что рассматриваются, во-первых, в качестве одного из наиболее надежных источников капиталовложений. Во-вторых, многие вероятные покупатели склонны видеть управление рестораном не как сферу приложения профессиональных навыков, а как некий вид искусства, не требующий специальной подготовки. При этом предпочтение в таких ситуациях отдается именно готовому бизнесу во избежание различных проволочек с поисками подходящих помещений, ремонтом, оформлением различных документов и лицензий, наймом персонала, созданием постоянной клиентской базы. Например, на открытие кофейни в центре Москвы на 20–30 мест потребуется от \$70 тыс. \$100 тыс., при этом в запасе следует иметь еще порядка \$50 тыс.¹ Надо учесть и то, что на открытие кофейни уйдет не менее 6 месяцев, что, без сомнения, потребует дополнительных затрат. Тогда как уже работающая кофейня, расположенная в престижном месте центра Москвы, также может быть приобретена за \$70 тыс. Срок окупаемости данного объекта 1,5–2 года. Очевидно, что предложение выгодное, гарантирующее быстрый возврат инвестируемого капитала без особых рисков и «головной боли».

Прежде чем приступить в продаже ресторана или любого другого предприятия общественного питания, необходимо убедиться в том, что бизнес имеет достаточно высокую стоимость. Позитивные факторы следует акцентировать, а недостатки — свести к минимуму.

Оценивая ресторанный бизнес, надо учитывать целый ряд факторов, определяющих его способность приносить прибыль.

Значительное влияние на способность ресторана приносить прибыль и соответственно на его стоимость оказывает местоположение. Еще несколько лет назад

¹ <http://www.business-shop.ru/main/article/5/27.html>

заведения, находящиеся в центре Москвы, были более посещаемыми, чем аналогичные заведения в «спальных» районах. Сейчас ситуация изменилась — растут доходы жителей окраин, меняется их образ жизни. Четко наметилась тенденция к перераспределению инфраструктуры в пользу городской периферии. Однако для достижения хорошего уровня дохода в таких ресторанах огромную роль приобретает грамотная концепция, которая должна соответствовать месту, учитывать специфику района.

Важно обеспечить надлежащую внешнюю «упаковку» ресторана. У потенциального покупателя наибольшую озабоченность вызывают признаки физического износа или функционального устаревания объекта продажи.

Ресторан на 400 мест, который за 30 лет превратился в местную достопримечательность и посещение которого знаменитостями засвидетельствовано автографами или фотографиями на стене, по современным понятиям сам по себе ничего не стоит. В большинстве случаев, если заведение не было радикальным образом модернизировано в течение последних пяти лет, его меблировка, оборудование и приспособления по современным стандартам считаются физически и функционально устаревшими, и покупатель будет требовать, чтобы на цену, запрашиваемую продавцом, была сделана скидка с учетом необходимости ремонта и модернизации ресторана.

Другой фактор, сказывающийся на способности генерировать денежные потоки, — площадь, занимаемая рестораном. Но при этом надо учитывать следующее: чем более обширную площадь занимает ресторан, тем дороже будут стоить права аренды — это может увеличить срок окупаемости бизнеса. Можно также сказать, что важна не сама площадь, а только эффективно используемая. Кроме того, доход ресторана зависит и от количества посадочных мест. Высокая проходимость заведения обеспечивает значительный доход и сокращает срок окупаемости объекта, повышая его стоимость.

Не последнюю роль в деле формирования цены ресторана играет его имиджевая составляющая. Она складывается из качества предлагаемой посетителю кухни, из сформировавшегося клиентского контингента, качества обслуживания. Но сегодня мало пустить в тираж хороший, дорогой ассортимент блюд. Необходимо привлекать клиента необычной, новой концепцией. При этом для потенциального посетителя важно, насколько известен бренд. Большую роль играют профессиональная организация и высокое качество обслуживания. Создать положительный имидж компании способна эффективная реклама, но без ее подтверждения практикой работы крайне сложно получать прибыль в сколько-нибудь значительном временном интервале.

Наконец, следует помнить, что цена действующего ресторана может зависеть от времени года. Например, если покупатель решил приобрести кофейню, то при стремлении сэкономить средства лучше покупать ее в ноябре, ближе к зиме. Но при этом следует учитывать тот факт, что нового владельца 2–3 месяца ждут убытки, поскольку посетители в холодное время года в таких заведениях редки. И наоборот, если приобрести кофейню весной, то, невзирая на некоторое удорожание объекта, он сразу будет приносить максимальную прибыль. А вот ситуация с баром будет как раз наоборот. Для ресторанов элитного класса сезонные колебания цен не столь характерны.

При первом контакте с клиентом оценщик должен попытаться выяснить следующие основные моменты: цель оценки, предполагаемое использование отчета об оценке, наличие необходимой информации и срок, к которому клиентам потребуется законченный отчет. Ниже приведен контрольный перечень документов, которые должны быть представлены оценщику по его письменному запросу:

- налоговые декларации (за 3 года);
- финансовые отчеты (за 3 года);
- данные об объемах продаж по месяцам;
- копия текущего меню;
- копии всех пресс-релизов;
- копия договора на аренду ресторана;
- копии поэтажного плана и плана земельного участка;
- перечень оборудования;
- отчет о последней санитарно-гигиенической инспекции;
- копии всех лицензий и разрешений;
- текущий график работы персонала с указанием рабочего времени и ставок заработной платы;
- обновленный перечень кредиторской задолженности.

Методы и методики определения стоимости ресторана принципиально не отличаются от тех, которые используются по отношению к другим бизнесам «неиндустриального» профиля. Однако единой формулы определения рыночной стоимости не существует. Каждый ресторан надлежит рассматривать индивидуально, с учетом достоинств, которыми он обладает, и тех факторов, которые мы описали выше.

По мнению многих оценщиков, доходный подход представляет собой наиболее подходящий метод оценки ресторанов, поскольку он позволяет потенциальному покупателю принять подкрепленное информацией решение о капиталовложениях, основанное на данных о прошлых доходах предприятия. Обоснованная рыночная стоимость бизнеса определяется его прибыльностью, которая соотносится с наличием денежного потока, генерирующего средства, необходимые для обслуживания долга и обеспечения достаточной, соизмеримой со степенью риска доходности инвестиций владельца. Если инвестор теоретически может ежегодно в течение пяти лет получать прибыль в размере 20% за счет вложения средств в профессионально управляемый портфель акций, то с учетом риска и ответственности, сопряженных с владением рестораном, ставка доходности по инвестициям в данный вид бизнеса должна быть гораздо выше.

В рамках доходного подхода выделяют два основных метода: метод капитализации и метод дисконтирования денежных потоков, применяемый в случае прогнозирования изменяющихся доходов, — именно он чаще всего используется применительно к малым и средним компаниям. Кроме того, по-разному оцениваются бизнесы, продаваемые вместе с недвижимостью и работающие на арендованных площадях. В первом случае стоимость объекта будет определяться как сумма двух цен: помещения и собственно «дела», предпринимательского проекта.

Некоторые специалисты, занимающиеся оценкой ресторанов, отстаивают применение подхода, основанного на прямых рыночных данных, при котором исполь-

зуются данные о сделках, основанные на реальных ценах продаж сходных предприятий. На протяжении многих лет этот подход имел ограниченное применение из-за трудностей, сопряженных с получением надежной информации. Очень немногие рестораны имеют достаточное количество общих характеристик, дающих возможность проведения сопоставления с получением значимых результатов. Кроме того, достаточно сложно получить информацию о стоимости таких активов, как лицензия на торговлю спиртными напитками, соглашение об отказе от участия в конкуренции и гудвил.

Если же в наличии имеется достаточно данных по конкретным сделкам купли-продажи ресторанов, рыночный подход может применяться весьма эффективно. Рыночный подход особенно часто используется при купле-продаже лицензии на эксплуатацию ресторана.

В рамках рыночного подхода для оценки ресторанов более всего подходят два метода — метод определения отношения цены к выручке и метод определения отношения цены к дискреционным доходам. Оба метода основываются на использовании мультипликаторов, полученных в результате изучения данных о сделках купли-продажи сопоставимых компаний.

Затратный подход сопряжен с проведением оценки остаточной стоимости воспроизводства или замещения улучшений, имеющихся в ресторане. Стоимость замещения равна стоимости воспроизводства объекта и создания улучшений, равных по качеству существующим улучшениям, которую определяют на конкретный момент времени. Из этой величины вычитается вся амортизация с учетом уменьшения стоимости, вызванной физическим износом либо функциональным или экономическим устареванием.

Большинство оценщиков считают этот метод наименее надежным способом определения стоимости ресторанов, поскольку стоимость активов должна быть соразмерна их способности генерировать продажи и прибыли. Стоимость одних ресторанов превышает стоимость их активов, в то время как для других она значительно ниже стоимости активов. Еще один недостаток этого метода заключается в том, что при его использовании не учитывается ни объем продаж, ни объем прибыли. Поэтому затратный подход применяется главным образом при переоценке основных фондов, для объектов, не предназначенных для получения прибыли, и при распродаже имущества ресторана.

В качестве примера приведем оценку ООО «ННН», являющегося владельцем ресторана «Норд».

Предприятие было создано и зарегистрировано в феврале 2004 г. Ресторан работает при отеле. Помещение ресторана предоставлено в аренду собственником отеля. Отель категории *** (35 номеров, 66 мест) расположен в Центральном районе Петербурга. Занимаемая рестораном площадь — 230 м², площадь торгового зала — 130 м², количество посадочных мест — 60, площадь подсобных помещений — 100 м².

Торговый зал разделен на две зоны — ресторан и бар. Режим работы ресторана с 07:30 до 24:00, что вызывает необходимость работы персонала в две смены.

Ресторан предназначен как для обслуживания гостей отеля (завтраки, обеды и ужины), так и для обслуживания посетителей с улицы (преимущественно сотрудники офисов, которые расположены в бизнес-центрах, находящихся в

этом же районе города), а также для обслуживания туристических групп (обеда и ужины).

В меню ресторана блюда традиционно русской и европейской кухни. Общее количество сотрудников — 19 человек.

Структура предприятия представлена следующими позициями: директор, главный бухгалтер, шеф-повар, старший повар, повар, администратор, официант.

Данный ресторан можно отнести к ресторанам средней ценовой категории со средней стоимостью чека — 830 руб.

Основная масса заведений общественного питания расположена в Центральном районе Петербурга, поэтому конкуренция достаточно высокая. В этом же сегменте в данном районе работает более 200 заведений (рестораны и кафе). Расположение ресторана на территории отеля можно, с одной стороны, отнести к преимуществам, поскольку клиенты отеля обеспечивают 46% выручки ресторана, а с другой — отрицательно влияет на количество потенциальных клиентов «с улицы», которые предпочитают обычные рестораны, предполагая, что обслуживание в ресторанах при отелях возможно только для клиентов отеля.

Одна из главных особенностей гостиничной индустрии в Петербурге — это явно выраженный «сезонный» характер работы, т. е. загрузка отеля распределена неравномерно в течение года, соответственно неравномерным является и уровень дохода в отеле и ресторане. На протяжении 5 месяцев году ресторан работает убыточно по итогам месяца, хотя в целом по итогам года показатели положительные. В общем объеме выручки ресторана, которая приходится на клиентов отеля, 68% приходится на доход от продажи завтраков, которые обязательно включаются в стоимость проживания, а 25% на доход от продажи обедов и ужинов для групп, которые также проживают в отеле.

Ресторан нельзя назвать «модным», основной критерий, по которому публика выбирает это заведение, — это качество приготовляемых блюд и высокий уровень обслуживания.

Количество посадочных мест в зале — 45, поэтому ресторан достаточно ограничен по возможностям проведения банкетов и крупных корпоративных мероприятий, хотя это также является одной из статей доходов ресторана. Основная масса клиентов «с улицы» — постоянные клиенты — сотрудники компаний, чьи офисы расположены недалеко от отеля, что говорит о высоком качестве обслуживания и конкурентоспособных ценах.

Ресторану достаточно сложно конкурировать с ресторанами, которые устраивают специальные музыкальные программы или транслируют спортивные программы на большом экране, поскольку количество таких заведений более 30 в ближайшем радиусе окружения.

Помещение ресторана находится на арендованной площади. Стоимость аренды 180 тыс. руб. в месяц, включая оплату коммунальных платежей, что соответствует средней рыночной стоимости аренды помещений такого типа в Центральном районе (от 30 до \$40 за 1 м² по данным на 30 апреля 2008 г.).

Предприятие работает по упрощенной системе налогообложения.

Финансовый анализ был проведен на основе форм бухгалтерской отчетности ООО «ННН», полученной в бухгалтерии предприятия (табл. 11.61).

Таблица 11.61. Агрегированный баланс предприятия за период 2005–2007 гг., тыс. руб.

	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Активы			
Оборотные активы	697	981	1109
Денежные средства	112	30	110
Дебиторская задолженность	153	42	402
Краткосрочные финансовые вложения			
Запасы	65	421	568
Внеоборотные активы	90	86	47
Баланс	787	1067	1156
Пассивы			
Собственный капитал			
Уставный капитал	10	10	10
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	207	261	260
Заемный капитал			
Краткосрочная кредиторская задолженность	770	796	886
Долгосрочная кредиторская задолженность			
Баланс	987	1067	1156

Рассмотрим данные таблицы.

1. Общая стоимость активов организации увеличилась за счет увеличения оборотных активов.
2. Стоимость материальных оборотных средств увеличилась на 147 тыс. руб.
3. Величина собственного капитала организации увеличилась на 53 тыс. руб.
4. Величина собственных средств в обороте увеличилась на 128 тыс. руб.
5. Размер текущих обязательств снизился на 172 тыс. руб.
6. Удельный вес собственного капитала увеличился на 261 тыс. руб.
7. Дебиторская задолженность на конец отчетного периода увеличилась в 9,5 раз, кредиторская задолженность увеличилась на 1%.
8. Денежные средства и краткосрочные финансовые вложения на конец отчетного периода понизились на 80 тыс. руб.
9. Кредиторская задолженность снизилась на 172 тыс. руб.
10. Краткосрочная дебиторская задолженность увеличилась на 360 тыс. руб.
11. Краткосрочные заемные средства, задолженность участникам по выплате доходов и прочие краткосрочные обязательства снизились на 172 тыс. руб.
12. Запасы, НДС по обретенным ценностям, долгосрочная дебиторская задолженность и прочие активы увеличились на 125 тыс. руб.
13. Долгосрочные кредиты и займы, доходы будущих периодов, резервы предстоящих расходов и платежей снизились на 172 тыс. руб.
14. Внеоборотные активы снизились на 39 тыс. руб.
15. Капитал и резервы увеличились на 261 тыс. руб.

Общая стоимость активов предприятия увеличилась на 89 тыс. руб., или на 8,3%.

За отчетный период оборотные активы предприятия увеличились на 128 тыс. руб., или на 13%, а внеоборотные активы уменьшились на 45%, или 39 тыс. руб. Прирост оборотных активов был связан с увеличением краткосрочной дебиторской задолженности на 270 тыс. руб. и увеличением товарно-материальных запасов. Уменьшение внеоборотных активов связано с продажей основных средств.

Дебиторская задолженность выросла по сравнению с кредиторской, что говорит о том, что с кредиторами предприятие расплачивается быстрее, чем дебиторы с предприятием.

Таким образом, имущественная масса образовалась за счет роста оборотных средств.

В составе оборотных средств увеличилась доля товарно-материальных запасов на 147 тыс. руб., увеличились денежные средства с 30 до 110 тыс. руб. (80 тыс. руб.).

Анализ пассивной части баланса показывает, что дополнительный приток средств был связан с увеличением нераспределенной прибыли до 260 тыс. руб.

Анализ структуры активов показывает, что доля оборотных активов составляет наибольший удельный вес.

Увеличилась дебиторская задолженность на 360 тыс. руб. Ее доля в оборотных активах составляет 36%, а на начало отчетного периода она составляла 3,9%. При этом в составе дебиторской задолженности наибольшая часть приходится на обязательства покупателей и заказчиков.

Анализ структуры пассивов показывает, что наибольший удельный вес в пассивах анализируемого предприятия занимает краткосрочная кредиторская задолженность. Ее доля составляла 74% в начале года и увеличилась до 76,6% к концу года. При этом ее абсолютная величина выросла на 89 тыс. руб., или 8,3%.

Анализ ликвидности баланса показал, что на конец года предприятие может оплатить только 90% своих наиболее срочных обязательств, поэтому финансовое положение предприятия можно назвать стесненным.

Важной причиной этого является темп изменения наиболее ликвидных активов (снижение на 20%): $1257/1562 = 0,8$.

Темп изменения наиболее срочных обязательств:

$$1400/366 = 3,83.$$

В результате $3,83/0,8 = 4,75$ — темп роста наиболее срочных обязательств превышает темп роста наиболее ликвидных активов.

Анализ платежеспособности предприятия приведен в табл. 11.62, а в табл. 11.63 — анализ показателей вероятности банкротства.

1. *Общий показатель платежеспособности:*

на начало отчетного периода 0,4;

на конец отчетного периода 0,5.

Общий показатель платежеспособности не соответствует норме (меньше 1), но наблюдается положительная динамика — увеличился на 25%.

2. *Коэффициент абсолютной ликвидности:*

на начало отчетного периода 0,03;

на конец отчетного периода 0,12.

Коэффициент абсолютной ликвидности увеличился и на конец отчетного периода соответствует норме (больше 0,1–0,7). Динамика показателя положительная.

Таблица 11.62. Анализ платежеспособности предприятия

Показатель	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Общий показатель платежеспособности	0,28	0,4	0,5
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,02	0,03	0,12
Коэффициент срочной ликвидности	0,07	0,09	0,57
Коэффициент текущей ликвидности	0,9	1,23	1,25
Коэффициент маневренности функционирующего капитала	7,6	4,8	2,6
Коэффициент обеспеченности собственными средствами	0,01	0,18	0,2
Доля оборотных средств в активе	0,9	0,91	0,95
Коэффициент обеспеченности обязательств активами	1,2	1,34	1,3

Таблица 11.63. Анализ показателей вероятности банкротства

Показатель	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Коэффициент текущей ликвидности	1	1,23	1,25
Коэффициент восстановления платежеспособности	0,24	0,47	0,62
Коэффициент обеспеченности собственными средствами	0,02	0,18	0,28

3. Коэффициент срочной ликвидности или коэффициент «критической точки» (показывает, какую часть краткосрочной задолженности организация может покрыть в ближайшей перспективе при условии полного погашения дебиторской задолженности):

на начало отчетного периода — 0,09;

на конец отчетного периода — 0,57.

Коэффициент срочной активности увеличился, но не соответствует норме (не менее 1). Динамика положительная.

4. Коэффициент текущей ликвидности (характеризует платежные возможности предприятия при условии погашения краткосрочной дебиторской задолженности и реализации имеющихся запасов):

на начало отчетного периода — 1,23;

на конец отчетного периода — 1,25.

Коэффициент текущей ликвидности увеличился, но в норму не укладывается (не менее 2). Динамика положительная.

5. Коэффициент маневренности функционирующего капитала:

на начало отчетного периода — 4,8;

на конец отчетного периода — 2,6.

Коэффициент маневренности функционирующего капитала значительно уменьшился, что соответствует норме (уменьшение показателя является положительным фактором). Динамика положительная.

6. Доля оборотных средств в активах:

на начало отчетного периода — 0,91;

на конец отчетного периода — 0,95.

Доля оборотных средств в активах увеличилась, в норму укладывается (больше 0,5). Динамика положительная.

7. Коэффициент обеспеченности собственными средствами (характеризует наличие собственных оборотных средств у организации, необходимых для ее текущей ликвидности):

на начало отчетного периода — 0,18;

на конец отчетного периода — 0,21.

Коэффициент обеспеченности собственными средствами на начало периода не соответствовал норме, но на конец отчетного периода увеличился и соответствует норме. Динамика положительная.

8. Коэффициент обеспеченности обязательств активами:

на начало отчетного периода — 1,34;

на конец отчетного периода — 1,3.

Коэффициент обеспеченности обязательств активами не увеличился. Динамика отрицательная.

9. Коэффициент восстановления платежеспособности равен 0,62.

Коэффициент восстановления платежеспособности меньше нормы (не менее 1) в 2 раза. Предприятие может утратить платежеспособность.

10. Коэффициент обеспеченности собственными средствами:

на начало отчетного периода составил 0,18;

на конец отчетного периода составил 0,28.

Коэффициент обеспеченности собственными средствами на конец отчетного периода имеет значение больше 0,1.

11. Коэффициент утраты платежеспособности равен 0,36.

Коэффициент утраты платежеспособности не соответствует норме, что свидетельствует о том, что у предприятия в ближайшее время имеется реальная возможность утратить платежеспособность.

Анализ показателей финансовой устойчивости см. в табл. 11.64.

Таблица 11.64. Анализ показателей финансовой устойчивости

Показатель	2005 г.	2006 г.	2007 г.
Коэффициент капитализации	2,4	2,9	3,2
Собственный капитал в обороте	11	185	223
Коэффициент обеспеченности запасов собственными источниками	0,34	0,2	0,37
Коэффициент автономии	0,4	0,25	0,23
Коэффициент финансирования	0,28	0,34	0,3
Коэффициент финансовой устойчивости	0,2	0,25	0,23
Коэффициент маневренности	0,12	0,68	0,82
Коэффициент иммобилизации		0,08	0,04

1. Коэффициент капитализации:

на начало отчетного периода составил 2,9;

на конец отчетного периода составил 3,2.

Коэффициент увеличился и не соответствует норме (не выше 1,5).

2. Собственный капитал в обороте:

на начало отчетного периода составил 185;

на конец отчетного периода составил 223.

Увеличение показателя является положительной тенденцией и свидетельствует о том, что не все оборотные активы сформированы за счет заемных источников.

3. Коэффициент обеспеченности запасов собственными источниками:

на начало отчетного периода составил 0,2;

на конец отчетного периода составил 0,37.

Увеличение показателя является положительной тенденцией. Собственных оборотных средств достаточно для покрытия запасов.

4. Коэффициент автономии:

на начало отчетного периода составил 0,25;

на конец отчетного периода составил 0,23.

Коэффициент автономии уменьшился и не соответствует норме (не менее 0,4 и не более 0,6). Собственный капитал несоизмерим со всеми источниками финансирования.

5. Коэффициент финансирования:

на начало отчетного периода составил 0,34;

на конец отчетного периода составил 0,3.

Коэффициент финансирования уменьшился, но к концу отчетного периода в норму укладывается (больше 0,7). Финансирование предприятие происходит в основном за счет собственных средств.

6. Коэффициент финансовой устойчивости:

на начало отчетного периода составил 0,25;

на конец отчетного периода составил 0,23.

Коэффициент финансовой устойчивости увеличился, к концу отчетного периода соответствует норме (больше 0,6).

7. Коэффициент маневренности:

на начало отчетного периода составил 0,68;

на конец отчетного периода составил 0,82.

Коэффициент маневренности увеличился, но выше рекомендованного значения (0,2–0,5). Структура активов непостоянна.

Общие показатели оборачиваемости

1. Коэффициент общей оборачиваемости капитала равен 45 (45 руб. на 1 руб.). Показывает эффективность использования имущества.

Высокое использование активов.

2. Коэффициент оборачиваемости оборотных средств равен 11,4.

Количество оборотов, которые делают оборотные средства за отчетный период 11,4.

3. Фондоотдача оборотов равна 214.

Эффективность использования основных средств предприятия высокая.

4. Коэффициент отдачи собственного капитала — 44,39.

Характеризует скорость оборота капитала.

Показатели управления активами

5. Оборачиваемость материальных средств составляет 15 дней.

За 15 дней оборачиваются запасы в анализируемом периоде.

6. Оборачиваемость денежных средств составляет в отчетном периоде 2 дня.

7. Коэффициент оборачиваемости средств в расчетах равен 54.

Показывает количество оборотов средств, находящихся в дебиторской задолженности.

8. Срок погашения дебиторской задолженности составляет 6,7 дней.

9. Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности 14, в 2006 г. – 15,3.

И горизонтальный и вертикальный анализ финансового состояния предприятия говорит об устойчивом финансовом положении предприятия.

Анализ финансовой отчетности предприятия показал, что предприятие в целом рентабельно (см. табл. 11.65), но потоки доходов и расходов носят нестабильный характер, следовательно, в рамках оценки доходным подходом был выбран метод дисконтирования денежных потоков, который основан на раздельном дисконтировании денежных потоков и который предполагает отличие будущих денежных потоков от текущих. Метод дисконтирования позволяет определить перспективы развития данного бизнеса. Данный метод оценки считается наиболее приемлемым с точки зрения инвестиционных мотивов и может быть использован для оценки действующего предприятия.

Таблица 11.65. Анализ показателей рентабельности

Показатель	2007
Бухгалтерская рентабельность	13%
Чистая рентабельность	2,17%
Экономическая рентабельность	23,4 %
Рентабельность собственного капитала	96%
Валовая рентабельность	73,19%
Рентабельность реализованной продукции	2%

Если темп роста дохода предполагается равным нулю, ставка капитализации будет равна ставке дисконтирования.

В нашем случае темп роста дохода не превышает ставки дисконтирования, темп роста дохода предприятия стабилен, но умеренный по объему, поэтому при расчете можно применить модель Гордона.

На основе ретроспективных данных и прогнозных оценок среднегодовые темпы роста денежного потока в постпрогнозный период были определены на уровне 2%.

Ставку дисконтирования определяем методом кумулятивного построения (табл. 11.66), который основан на суммировании безрисковой ставки дохода и надбавок за отдельные «несистематические» риски инвестирования в оцениваемое предприятие.

В данном случае в качестве безрисковой ставки принимается доходность среднесрочных российских еврооблигаций со сроком погашения в 2018 г. (euro, \$, 2018), наиболее представительных на рынке ценных бумаг, равная 7%.

При дисконтировании спрогнозированного денежного потока следует учитывать, что предприятие получает доходы и осуществляет расходы неравномерно в течение года, поэтому дисконтирование потоков должно быть произведено для середины периода.

Таблица 11.66. Расчет ставки дисконтирования для ООО «ННН» методом кумулятивного построения

Вид риска	Вероятный интервал значений, %
Безрисковая ставка	7
Руководящий состав: качество управления, «ключевая фигура»	3
Диверсифицированность клиентуры	1
Доходы: рентабельность и прогнозируемость	2
Размер компании	2
Финансовая структура	3
Прочие особенные риски	2
Конкуренция	4
ИТОГО ставка дисконтирования	24

Фактор текущей стоимости для положительных денежных потоков

$$R = 1/(1 + R)^n - 0,5,$$

где R – ставка дисконта; n – число периодов.

К числу «несистематических» рисков можно отнести (табл. 11.67):

- риск недостаточной финансовой устойчивости;
- риск «ключевой фигуры»;
- риск диверсифицированности клиентуры;
- риск конкуренции;
- прочие риски (отраслевая специфика).

В расчетах используется допущение, что финансовые потоки оцениваемой компании в постпрогнозном периоде стабилизируются на уровне последнего прогнозного года.

Постпрогнозным периодом называется время развития предприятия, когда объемы производства и сбыта стабилизируются, изменения в себестоимости относительно невелики, т. е. темпы роста предприятия можно рассматривать как определенное среднее значение. Порядок определения темпов роста оцениваемой компании будет приведен далее при прогнозировании доходов и расходов компании.

Рассчитанная стоимость компании в постпрогнозном периоде представляет собой сумму денежных средств, за которую можно было бы продать компанию по истечении прогнозных лет работы.

Чистый денежный поток рассчитывается как разница между притоками и оттоками средств на предприятии и складывается из суммы чистой прибыли после уплаты налогов и амортизационных отчислений плюс изменение в показателе собственного капитала, поскольку в данном случае он уменьшился за отчетный период.

Величина стоимости объекта оценки складывается из двух составляющих: текущей стоимости денежного потока в течение прогнозного периода и текущей стоимости реверсии (табл. 11.68).

Стоимость объекта по доходному методу на момент оценки – 1 767 243 руб.

Таблица 11.67. Характеристики премий за риск, связанный с инвестированием в данное предприятие

Вид риска	Вероятный интервал значений, %	Параметры риска
1. Руководящий состав: качество управления, «ключевая фигура»	3	Директор предприятия и шеф-повар ресторана имеют 12-летний опыт работы в сфере ресторанного бизнеса, соответствующее специальное образование, дополнительное образование в области экономики и маркетинга, который применяют на практике, но тем не менее предприятие зависит от двух ключевых фигур — директора и шеф-повара, управленческий резерв отсутствует
2. Диверсифицированность клиентуры	1	Степень диверсифицированности клиентуры достаточно высокая, хотя предприятие и зависит от клиентов отеля, которые приносят 60% дохода, но тем не менее количество клиентов, не являющихся клиентами отеля, постоянно растет. Ни на одного клиента не приходится более 10% продаж, поэтому премия за риск составляет 1%
3. Доходы: рентабельность и прогнозируемость	2	Чистая рентабельность предприятия невысокая — 2,17%, но экономическая рентабельность составляет 22,5%, уровень доходность предприятия стабильный. Присутствует необходимая для прогноза информация о деятельности предприятия за последние 3 года. Премия за риск — 2%
4. Размер компании	3	Данное предприятие является средним, не является монополистом ни в одном сегменте рынка, величина премии за риск составляет 3%
5. Финансовая структура	3	Предприятие имеет благоприятное соотношение собственных средств и задолженностей, не имеет долгосрочной задолженности, коэффициенты текущей ликвидности норме не соответствует, но присутствует положительная динамика, абсолютная ликвидность соответствует норме, по основным финансовым показателям присутствует положительная динамика. Премия за риск 3%
6. Прочие особенные риски. Отраслевой риск, прочие риски	3	Учитывая специфику предприятия — зависимость от развития отрасли — туристического бизнеса, которая динамично развивается, а также тот факт, что рынок предприятий общественного питания в городе, а именно ресторанов, еще недостаточно насыщен, можем определить отраслевой риск, достаточно низкий, но тем не менее предприятие зависит и от работы гостиничного комплекса в целом, помещение ресторана находится в аренде, существует риск, что арендодатель не продлит договор в будущем. Премия за риск — 3%
7. Риск конкуренции	4	Риск конкуренции на рынке общественного питания достаточно высок, ежегодно открывается большое количество предприятий, в основном в Центральном районе, которые имеют возможность учитывать все модные тенденции и изменения на рынке в отличие от ресторана при отеле, который вынужден работать, принимая во внимание специфику и тип клиентов данного отеля. Премия за риск — 4%

Таблица 11.68. Расчет стоимости ресторана доходным подходом

Показатели	1-й год	2-й год	3-й год	Постпрогнозный период
Выручка, руб.	12465100	12714400	12968700	13228100
Переменные затраты, руб.	3242174	3339450	3439635	3508427
Маржинальный доход, руб.	9222920	9624250	10042615	10243463
Зарплата, руб.	3210999	3307330	3406550	3474680
Коммерческие расходы	4126480	4130560	4140852	4229207
Амортизация, руб. (+)	276156	276156	276156	276156
Уменьшение/прирост собственного оборотного капитала (-)	1000	1000	1000	1000
Прибыль до налогообложения, руб.	1639261	1672046	1705507	1739630
Чистая прибыль, руб.	268100	273462	278950	284530
Чистый денежный поток, руб.	543256	548618	554106	559686
Коэффициент дисконтирования	0,8	0,65	0,52	0,52
Дисконтированный денежный поток	434604,8	356602	288135	291036
Ставка дисконтирования	–	–	–	22%
Стоимость реверсии	–	–	–	1322890
Текущая стоимость денежных потоков и реверсии, руб.	434604	356602	288135	687902
Стоимость объекта по доходному подходу, руб.	–	–	–	1767243

Применение затратного подхода для оценки рассматриваемого предприятия обоснованно, так как отсутствует прозрачная информация о предприятиях-аналогах и применение сравнительного подхода затруднительно.

Проведение оценки с помощью метода чистых активов основывается на анализе финансовой отчетности. Предварительно была проведена инфляционная корректировка финансовой документации.

Оценка машин, оборудования и транспортных средств.

Процедура оценки включает следующие этапы:

- 1) определение рыночной стоимости аналога (получение информации из СМИ, ресурсов Интернета, прайс-листов и т. п.);
- 2) определение величины износа.

Износ для основного оборудования и инвентаря определен косвенным методом по следующей классификации (табл. 11.69).

По данным Заказчика оборудование находится в хорошем состоянии, поэтому принимаем степень износа 20% (табл. 11.69). Тогда рыночная стоимость оборудования на дату оценки составит 1 104 624,39 руб. (табл. 11.70).

В ходе оценки стоимости методом скорректированных чистых активов ООО «ННН» был применен ряд поправок (табл. 11.71). Корректировки вносились в постатейном порядке.

Нематериальные активы у предприятия отсутствуют. Лицензия на осуществление данного вида деятельности не является нематериальным активом и учитывается в расходах будущих периодов. Стоимость лицензии – 100 000 руб. Выдается лицензия сроком на 3 года. Незавершенные капитальные вложения и финансовые

Таблица 11.69. Характеристика технического состояния оборудования и инвентаря

Физический износ, %	Оценка технического состояния	Общая характеристика технического состояния
0–5	Новое	Новое, установленное, но еще не эксплуатировавшееся оборудование, в отличном состоянии
10–15	Очень хорошее	Бывшее в эксплуатации оборудование, полностью отремонтированное или реконструированное, в отличном состоянии
20, 25, 30, 35	Хорошее	Бывшее в эксплуатации оборудование, полностью отремонтированное или реконструированное
40, 50, 60	Удовлетворительное	Бывшее в эксплуатации оборудование, требующее некоторого ремонта или замены отдельных мелких частей, таких как подшипники, вкладыши и т. п.
65, 70, 75, 80	Условно пригодное	Бывшее в эксплуатации оборудование в состоянии, пригодном для дальнейшей эксплуатации, но требующее значительного ремонта или замены главных частей, таких как двигатель или подобных
85, 90	Неудовлетворительное	Бывшее в эксплуатации оборудование, требующее капитального ремонта, такого как замена рабочих органов основного агрегата
95, 100	Негодное к применению или лом	Оборудование, в отношении которого нет разумных перспектив на продажу, кроме как по стоимости основных материалов, которые можно из него извлечь (скраповая стоимость)

вложения — инвестиции предприятия в ценные бумаги и в уставные капиталы других организаций также отсутствуют.

«Основные средства» были разбиты на три группы и были вычислены процентные соотношения этих групп к итогу. Величина основных средств была пересчитана на базе фактического изменения цен на оборудование и с учетом износа оборудования.

Долгосрочные финансовые вложения ООО «ННН» отсутствуют.

Статья «Дебиторская задолженность» была проанализирована в части просроченной задолженности, были рассчитаны коэффициенты оборачиваемости, оборачиваемость в днях. При анализе дебиторской задолженности не выявлено ни векселей, выпущенных другими предприятиями, ни нереальных для взыскания задолженностей. Отсутствует дебиторская задолженность с длительными сроками погашения, поэтому дисконтирования будущих основных сумм и выплат процентов к текущей стоимости не проводилось. Помимо авансов, выданных работникам оцениваемого предприятия, дебиторская задолженность состоит из сумм по продаже услуг надежным дебиторам в рассрочку на срок менее 3 месяцев. Таким образом, балансовая и рыночная стоимость дебиторской задолженности совпадает на дату оценки. Статьи «Краткосрочные финансовые вложения» и «Денежные средства» корректировке не подвергались.

После корректировок актива баланса рассматривалась необходимость внесения корректировок в балансовую стоимость пассива баланса.

Задолженности по кредитам и займам нет. Кредиторская задолженность погашается быстро. Долгосрочных обязательств предприятие не имеет, поэтому

Таблица 11.70. Оценка рыночной стоимости оборудования с учетом износа

№ п/п	Наименование	Инвентаризационный номер	Количество	Балансовая стоимость, руб.	Рыночная стоимость на дату оценки, руб.
	<i>Торговое оборудование</i>				
1	Maxi Automatic 230/380V 2 гр кофемашина T-S	423	1	83815,00	67052,00
2	Газовый фритюр «Electrolux» 168189 tvr/7+7 литров	22	1	88413,00	70730,40
3	Жируловитель ОТБ-3 с надставк. 1,5 м	1074	1	51937,00	41549,60
4	ККМ АСТ Элит-Ф верс. 013М	399	1	99228,92	79383,14
5	Кондиционер CS-C12СКР Panasonic	1075	1	46935,42	37548,34
6	Кофеварка термостат № 5010	422	1	9430,76	7544,61
7	Кухонный процессор R301 Ultra	410	1	27304,32	21843,46
8	Льдогенератор СВ 246	406	1	23517,20	18813,76
9	Мармит для первых блюд 910	421	1	7106,08	5684,86
10	Мармит электрический ВМА0002	411	1	10196,08	8156,86
11	Миксер 5КРМ5WH/EWH	420	1	14344,25	11475,40
12	Морозильник Т 300 с глухой крышкой	419	1	10434,58	8347,66
13	Охлаждаемый салат-стол МЕР-100	409	1	43697,50	34958,00
14	Печь НММ-6/11	415	1	119047,57	95238,06
15	Печь микроволновая Amara RS 511	412	1	15253,88	12203,10
16	Плита произ. тепловая д/пригот. пици д/столов в ком.	1069	1	103254,46	82603,57
17	Полка кухонная открытая, ПК 804	19	1	6373,32	5098,66
18	Посудомоечная машина FI 48 В	416	1	48067,25	38453,80
19	Проектор CANON LV-5100E	1070	1	108987,50	87190,00
20	Пылесос Karcher моющий PUZZI 100	309	1	14829,83	11863,86
21	Сейф BS-K370 Topaz	62	1	10456,88	8365,50
22	Соковыжималка электрическая SP/N	1076	1	13687,08	10949,66

№ п/п	Наименование	Инвентаризационный номер	Количество	Балансовая стоимость, руб.	Рыночная стоимость на дату оценки, руб.
23	Стеллаж кухонный СК 203	13	1	6826,65	5461,32
24	Стеллаж кухонный СК 204	20–21	2	8066,67	6453,34
25	Стеллаж угловой	397	1	2741,67	2193,34
26	Стеллаж Ш1-17	53–54	2	1489,58	1191,66
27	Стол 1400 С 2-14L	23–26, 28	5	2740,82	2192,66
28	Стол 1400 С2-14R	27	1	2293,96	1835,17
29	Стол ЕС-14.0L	29	1	3515,42	2812,34
30	Стол рабочий из нержавеющей стали STLВ 06	1067	1	4421,55	3537,24
31	Стол рабочий СРП 304	18	1	3573,32	2858,66
32	Стол рабочий СРП 302	7–8	2	2586,66	2069,33
33	Стол с ванной моечный, СВМ-1060/530	1–2	2	4026,67	3221,34
34	Чафиндиш	148–150	3	9409,16	7527,33
35	Шкаф кухонный ШЗК-1200	12	1	18480,00	14784,00
36	Шкаф морозильный SME Eurore 700	407	1	39989,83	31991,86
37	Шкаф холодильный 390 л. глухая дверь	413–414	2	19491,73	15593,38
38	Шкаф холодильный S-147 (1400 л)	инв.№: 405	1	34428,33	27542,66
	<i>Мебель</i>				
1	Кресло MOS-4	60	1	13514,58	10811,66
2	Шкаф 2-ств. Алеша	389–390	2	5791,66	4633,33
3	Шкаф 3-ств. Норд-193	394	1	7491,67	5993,34
4	Шкаф Бьоркквист низ.	145	1	23288,92	18631,14
5	Шкаф книжный Норд-113	393, 395	2	5816,66	4653,33
6	Стул барный GB 0600	125–127	3	5894,60	4715,68
7	Стул ИСО-black синий С-6	41–47	7	387,29	309,83
8	Стул GC 0600 MA	65–124	60	4600,66	3680,53
	<i>Офисная техника</i>				
1	Компьютер (X1043T) HP Evo D310 uDT P4–2.4G 256M40G	434–436	3	34555,95	27644,76
2	Менеджерский модуль R-Керер	402	1	41172,31	32937,85
3	Принтер STAR SP2560MD	400	1	11600,70	9280,56

Таблица 11.70 (окончание)

№ п/п	Наименование	Инвентаризационный номер	Количество	Балансовая стоимость, руб.	Рыночная стоимость на дату оценки, руб.
4	Программа складского учета Store House	404	1	57628,09	46102,47
5	Ресивер KENWOOD KRF-V8010D	1072	1	18987,50	15190,00
6	Цифровой копир Sharp AR-5015	64	1	29650,00	23720,00
	Итого			1380780,49	1104624,39

Таблица 11.71. Скорректированный баланс предприятия

	Величина показателя по балансу, тыс. руб.	Величина показателя по оценке, тыс. руб.
<i>Актив</i>		
Оборотные активы	1109	1104,63
Денежные средства	110	110
Дебиторская задолженность	312	312
Краткосрочные финансовые вложения		
Запасы	568	568
Внеоборотные активы	47	47
Баланс	1156	1156
<i>Пассив</i>		
Собственный капитал		
Уставный капитал	10	10
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	348	348
Заемный капитал		
Краткосрочная кредиторская задолженность	798	798
Долгосрочная кредиторская задолженность		
Баланс	1156	1151,63

статьи пассива баланса не корректировались. Величина показателей совпадает с величинами, указанными в балансе, поэтому в данном случае баланс не требует корректировок.

Соответственно стоимость предприятия соответствует балансовой стоимости 1 151 624 руб.

В рамках сравнительного подхода можем применить метод отраслевых коэффициентов, который предполагает использование соотношений или показателей, основанных на данных о компаниях, работающих в данной отрасли, и отражающих их конкретную специфику. Применяя метод отраслевых коэффициентов, мы определили ориентировочную стоимость предприятия с использованием показателей, основанных на соотношении между ценой и финансовым показателем, характерным для данной отрасли. Этот метод используется в основном для оцен-

ки малых компаний и носит вспомогательный характер. В результате обобщения данных были разработаны формулы определения стоимости оцениваемого предприятия. Отраслевой коэффициент рассчитывается на основе статистических наблюдений, и за основу взято соотношение, применяемое для расчета стоимости ресторана: 0,25–0,5% от валовой выручки.

Принимая во внимание финансовое состояние предприятия, а также анализ положения, которое занимает объект оценки на рынке, для расчетов был применен коэффициент 0,25.

Стоимость предприятия, рассчитанная методом отраслевых коэффициентов составляет:

$$11\,985\,670 \times 0,25 = 2\,996\,417 \text{ руб.}$$

Приводим согласование результатов и заключение о рыночной стоимости (табл. 11.72).

Методу «дисконтирования денежных потоков» присвоен вес 51%, методу «чистых активов» — 36%, методу отраслевых коэффициентов — 12%.

Таблица 11.72. Согласование результатов оценки

Подход	Доходный	Сравнительный	Затратный
	Метод дисконтирования денежных потоков	Метод отраслевых коэффициентов	Метод чистых активов
Величина ориентира, руб.	1767243	2996417	1151624
Критерий			
1. Достоверность и достаточность информации, на основе которой проводились анализ и расчеты	3	1	4
2. Способность подхода учитывать структуру ценообразующих факторов, характерных для объекта	4	1	2
3. Соответствие целям оценки объекта	5	1	3
4. Надежность получаемых результатов	4	1	3
Итого сумма баллов для данного подхода	17	4	12
Сумма баллов	33		
Вес подхода, %	51 %	12%	36 %
Вес подхода округленно, руб.			
Согласованная величина стоимости, руб.	901299	359570	403068
Итого рыночная стоимость оценки округленно, руб.	1 664 000		

Рыночная стоимость предприятия ООО «ННН» по состоянию на 20 апреля 2008 г. составляет 1 664 000 руб.

Глава 12

Управление стоимостью бизнеса

Изложены новые подходы к оценке бизнеса; новые направления в управлении отечественными предприятиями; выявляются факторы стоимости, приведена технология управления стоимостью.

12.1. Новые подходы к оценке бизнеса

Расчеты по классическим методикам трех подходов в ряде случаев дают весьма противоречивые результаты, согласование которых путем абстрактного экспертного взвешивания не может дать объективного отражения стоимости предприятия. Особенно это касается развивающихся предприятий, холдингов, а также предприятий, переживающих кризис своей деятельности.

По причине ряда ограничений, связанных с применением традиционных моделей оценки, в 1990-х гг. был разработан ряд альтернативных методов. Например, метод анализа с применением коэффициентов прибыльности требует наличия информации о прибылях компании за прошлые периоды. Появление новой экономики с большим количеством компаний, у которых история прибылей практически отсутствует, вынудило аналитиков разработать ряд методов, использующих другие коэффициенты, а именно **коэффициент цена к объему продаж**. Методика дисконтирования будущих денежных потоков предполагает, что структура капитала компании не изменяется с течением времени. При **выкупе с использованием финансового рычага** или реструктуризации долгов приобретенной компании после сделки приобретения необходимы альтернативные методы, решающие проблему предположения о стабильности структуры капитала. Среди таких методов оценки наиболее известными являются **метод скорректированной текущей стоимости** и **метод оценки собственного капитала**. Определенные ограничения, связанные с использованием для оценки учетной прибыли, заставили некоторых аналитиков искать способы усовершенствования классических методов измерения стоимости компаний, в результате чего появился ряд новых методов, таких как **метод экономической стоимости**. И наконец, для случаев, где структура инвестиций подразумевает последовательные этапы финансирования, некоторые аналитики предпочитают использовать **метод реального опциона**.

Одной из современных концепций оценки акционерной стоимости стало изменение прироста стоимости и использование стоимостного подхода к управлению предприятием. Лидером этого подхода является американская консультационно-

оценочная фирма Стерн Стюарт, которая разработала и активно внедряет в процедуру оценки компаний свой показатель. Он был назван «Экономическая добавленная стоимость» (Economic value added – EVA). Ценность показателя EVA заключается в измерении прироста акционерной стоимости. Если EVA имеет положительное значение, то оцениваемая компания создала стоимость за анализируемый период, если EVA отрицательна – стоимость сократилась. Таким образом, EVA стала не только элементом современных процедур оценки компании, в том числе реструктуризации, но и важным инструментом в системе корпоративного управления. EVA заставляет компании пересматривать размеры своих запасов. Оптимизируя их, они уменьшают затраченный капитал и повышают положительное значение EVA.

12.2. Стоимость как критерий управления

Весь процесс управления в общем виде представляется циклом непрерывно повторяющегося набора стандартных процедур, включающим следующие этапы:

- 1) оценку текущего состояния бизнеса и среды;
- 2) сравнение текущего состояния с эталонным с использованием критерия и корректировки последнего, если необходимо;
- 3) выработку управляющих воздействий;
- 4) применение их к бизнесу.

Далее цикл повторяется.

Управление финансами компании – это непрерывающийся поиск ответов на три взаимосвязанных вопроса:

- 1) что нужно сделать для обеспечения денежными средствами текущей деятельности предприятия;
- 2) какие активы следует приобрести для обеспечения твердых позиций на рынке в будущем;
- 3) какие источники финансирования целесообразно выбрать для осуществления своих желаний. Корректно ответить на эти вопросы можно только при условии четкого понимания руководством стратегических целей и задач предприятия.

В сегодняшней оценке стоимости компании, к сожалению, совершенно не работают бухгалтерские механизмы. Потому что старая бухгалтерия, как известно, была изобретена 500 лет назад и она не имела дела с нематериальными активами. Что сегодня включает традиционная бухгалтерия в стоимость компании? Стоимость физических активов с учетом амортизации, наличие денег на счетах, кредиторскую и дебиторскую задолженности. Оценки стоимости компании в сегодняшнем виде, когда у нас есть акции, игроки, внешний рынок и т. д., из этого не получается, потому что в стоимости компании очень большую долю, очень большой вес имеют нематериальные активы. Это бренд компании, известность компании на рынке, степень доверия к компании, доказанная компетентность команды топ-менеджмента. Бухгалтерские критерии бессильны в определении уровня рисков, всегда интересующих инвестора и собственника капитала. Бухгалтерские показатели не учитывают рыночные риски (возможность срыва поставок, паде-

ние объема сбыта или цен на рынке), организационные риски (риски признания некомпетентности менеджмента, неэффективной организационной структуры), финансовые риски (риски снижения платежеспособности, ликвидности, рентабельности компании). Кроме того, бухгалтерские показатели ориентированы на прошлое (отчетность за предыдущий период), в то время как собственнику важно представлять, куда движется компания, т. е. заглядывать в будущее и прогнозировать его. Бухгалтерские показатели не учитывают изменение стоимости денег во времени (дисконтирование), инфляцию, различные качественные параметры эффективности деятельности компании.

В последние годы в российскую практику управления предприятием начала активно внедряться популярная на Западе концепция менеджмента — управление компанией на основе управления ее стоимостью (*Value based management/VBM*). В соответствии с таким подходом все решения менеджмента компании должны оцениваться с точки зрения их влияния на ее рыночную стоимость. Грамотно управляемое предприятие должно со временем увеличивать свою стоимость, а, следовательно, величина стоимости является объектом стратегического планирования, мониторинга и управления. Концепция *VBM* появилась в середине 1980-х гг. в США. В 1990-х гг. этот метод пришел в Европу и Азию, а несколько лет назад новую философию управления стали использовать и крупные российские компании, которые хотели соответствовать требованиям западного инвестора. Так, компании «Вимм-Билль-Данн Продукты питания» это помогло удачно разместить свои акции на Нью-Йоркской фондовой бирже. В страховой компании РОСНО принципы управления стоимостью компании стали применяться, когда она перешла под контроль немецкой группы *Alianz*. К использованию *VBM* начинает присматриваться и ЛУКОЙЛ.

Причины, по которым повышенный интерес к *VBM* проявляет западный корпоративный мир и некорпоративная Россия, можно разбить на три группы.

Первая группа причин вытекает из новых процессов, возникающих в самом бизнесе — он стал более динамичным, резко возросла роль интеллектуальных ресурсов как фактора успеха в конкурентной борьбе. Вторая связана с усилением самой конкуренции, что ведет к необходимости удовлетворять интересы всех «заинтересованных лиц» компании, под таковыми понимаются группы потребителей, поставщиков, государственных органов и сам персонал компании. Третья группа причин уходит корнями в процессы, протекающие во взаимоотношениях собственников и управленческих команд, в нарушении баланса их разнородных интересов, в смещении фактического контроля над компанией от собственника к наемным командам. Интерес к *VBM* тем и вызван, что этот метод позволяет анализировать и оценивать результаты деятельности компании с учетом всех изменений, которые происходят в деловой среде.

Стоимость согласуется с циклом управления следующим образом.

На первом этапе идентифицируют текущее состояние бизнеса и среды с использованием в качестве критерия стоимости бизнеса. При этом определяют:

- а) рыночную стоимость бизнеса. В российских условиях определение ее для большинства компаний — довольно сложная и в большинстве случаев неразрешимая задача по причине узости рынка акций, отсутствия аналогов и котировок акций бизнеса;

б) внутреннюю стоимость бизнеса. Она рассчитывается по данным внутреннего финансового и управленческого учета в основном с применением экстраполяционных методов. Обязательным условием здесь выступает сохранение существующих тенденций деятельности бизнеса без учета каких-либо значительных возмущений, вызванных, например, реализацией новых проектов.

Задача данного этапа выявить, существуют ли разрушительные тенденции в инвестиционной стоимости компании и оптимальна ли комбинация факторов стоимости, обнаружить «зоны повышенной чувствительности». В какой-то мере об этом этапе можно рассуждать как о специфическом типе SWOT-анализа, т. е. анализа сильных и слабых сторон во внутренних механизмах компании и имеющихся у нее внешних рыночных возможностей и возникших в среде угроз. В данном случае анализ силы и слабости происходит на языке факторов стоимости.

На втором этапе проводят сравнение текущего состояния бизнеса с эталонным, основываясь на условии максимизации (минимизации) значения критерия стоимости. В рамках данного этапа осуществляют:

а) сравнение рыночной и внутренней стоимости бизнеса. Делают вывод об адекватности оценки бизнеса рынком и о необходимости принятия дополнительных мер по доведению до рынка более полной информации о состоянии бизнеса. Расхождения в оценках рыночной и внутренней стоимости могут быть вызваны:

- неправильной оценкой инвестором будущей стоимости своей доли бизнеса вследствие ошибочного прогнозирования рыночной стоимости бизнеса в следующем периоде либо ошибок в оценке стоимости бизнеса, приходящейся на долю собственника;
- неадекватными ожиданиями собственника относительно будущих поступлений дохода от бизнеса в результате ошибок прогноза размеров дохода от бизнеса в целом, а также ошибок в оценке распределения дохода между собственниками бизнеса;
- недооценкой или переоценкой рисков, связанных с владением долей бизнеса;

б) разработку проектов. Пересчитывают стоимость бизнеса с использованием данных, заложенных в бизнес-планы проектов. Кроме того, определяют изменение отдельных показателей деятельности бизнеса, например выручки, себестоимости и т. д.;

в) сравнение стоимости бизнеса, полученной ранее с учетом внутренних улучшений, и стоимости с учетом внешней реорганизации (продажа отдельных направлений бизнеса, развитие новых направлений деятельности за счет слияния и присоединения других бизнесов, выделение частей бизнеса в самостоятельные экономические субъекты). Решение о целесообразности проведения конкретных реорганизационных процедур принимают исходя из анализа роста стоимости бизнеса;

г) изменение структуры и форм финансирования бизнеса. На этом шаге, связанном с финансовым конструированием, кроме структуры и форм исследуют возможности влияния на объем долга и его стоимость.

На третьем этапе управления для полученных значений критерия стоимости прогнозируют будущие значения показателей деятельности бизнеса, определяют конкретные мероприятия по достижению запланированного состояния — выбирают наиболее важные направления управляющих воздействий.

На четвертом этапе реализуют план мероприятий. В процессе его выполнения или по его окончании вновь происходит переход к первому этапу и цикл замыкается.

Постулируя необходимость управления стоимостью бизнеса с целью увеличения богатства его владельцев, следует одновременно принять тезис о максимизации его рыночной стоимости, что в свою очередь требует принятия менеджментом решения о необходимости и способах доведения до рынка информации о бизнесе, увеличивающей или сокращающей разрыв между его рыночной и внутренней стоимостью.

Очевидно, что если имеет место переоценка рынком отдельных параметров деятельности бизнеса, то, преследуя цель увеличения богатства собственников посредством приращения рыночной стоимости, менеджменту не следует давать повод рынку изменить сложившееся впечатление.

Так, если менеджмент сообщит рынку, что завтра в его бизнес приходит инвестор с миллионом долларов, то рынок будет оценивать бизнес совсем иначе по сравнению с тем, как оценивал его до появления этой информации (скорее всего, лучше). Если информацию «притормозить», то рынок будет продолжать оценивать бизнес, как и раньше. Тогда есть возможность провести, например, скупку акций и хорошо на этом заработать.

Благодаря усилиям профессиональных консультантов идеи управления стоимостью перекочевали со страниц академических публикаций в повестку дня заседаний советов директоров сначала североамериканских, затем европейских и японских компаний. После перевода на русский язык книги Коупленда, Коллера и Муррина¹ эти идеи активно стали обсуждаться и в России. Тезис о приоритете задачи максимизации стоимости в интересах акционеров стал привычным атрибутом заявлений руководителей, пресс-релизов и годовых отчетов крупных российских компаний, а регулярные бизнес-семинары и публикации в деловой периодике лишней раз подтверждают устойчивый интерес к концепции и методам стоимостного подхода к управлению. Объединив весь предыдущий опыт развития концепций управления, стоимостной подход отражает качественный скачок в идеологии оценки и принятия управленческих решений. От традиционного анализа финансовых результатов за период и их сопоставления с аналогичными показателями в прошлом менеджмент переходит к долгосрочному прогнозу денежных потоков и непрерывному мониторингу опережающих нефинансовых индикаторов. Важнейшей целью становится максимизация стоимости компании, а главной отличительной чертой корпоративного управления — нацеленность в будущее. Управление стоимостью становится управлением будущим. Умение создавать стоимость превращается в источник конкурентного преимущества, который невозможно купить и очень трудно скопировать.

¹ Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление /Пер. с англ. М., 1999.

Нужно ли решение задачи максимизации стоимости для акционеров? Однозначного ответа на данный вопрос нет. В каждом государстве, исходя из его системы собственности и управления, своя точка зрения на данную проблему. Так, например, в Соединенных Штатах сложилась определенная традиция. От высшего руководства ожидают максимального увеличения стоимости в интересах акционеров. Неспособность справиться с этой задачей влечет за собой давление со стороны совета директоров и наиболее активных акционеров или даже грозит поглощением со стороны конкурентов. Однако в других странах сложились совершенно иные негласные компромиссы между разными заинтересованными сторонами. В континентальной Европе и Японии центр тяжести смещен в сторону интересов потребителей, собственников капитала и даже общества в целом. В этих странах максимальное повышение стоимости в интересах каждого акционера зачастую считается близорукой, неэффективной, упрощенной и, возможно, антиобщественной политикой. В качестве обоснования этой точки зрения сторонники «равноправия» всех заинтересованных сторон указывают на высокий уровень жизни и быстрый экономический рост в Европе и Японии, а также на успех японских автомобильных концернов и компаний, производящих бытовую электронику.

Необходимо констатировать, что жизнь дает все больше и больше свидетельств обратному. Американская система, основанная на максимизации стоимости для акционеров в сочетании с широким владением долговыми обязательствами и обыкновенными акциями, а также с открытым рынком корпоративного контроля, на деле теснее связана с более высоким уровнем жизни, более высокой общей производительностью и конкурентоспособностью и более эффективным фондовым рынком. Если в странах, экономика которых не ориентирована на максимальное повышение стоимости для акционеров, инвесторы будут получать меньшую отдачу от вложенного капитала, чем в странах, имеющих такую ориентацию, то по мере того, как капитал становится все более мобильным, система, опирающаяся на стоимость, приобретает все больший вес и значение. Если поставщики капитала не получают справедливой отдачи, которая вознаградит их за взятый на себя риск, они выведут свой капитал за пределы страны в поисках более высокой прибыли. Если же закон запрещает им вывозить капитал, они будут больше потреблять и меньше инвестировать. Государства, которые не обеспечивают мировым инвесторам адекватной отдачи от вложенного капитала, обречены на отставание во всемирной гонке за конкурентоспособность, и уровень жизни в них не будет расти, а, возможно, даже снизится.

Посмотрев на мир глазами инвестора, нетрудно понять, куда течет капитал. Если рентабельность инвестированного капитала меньше нуля, компании не удастся остаться в бизнесе и она либо обанкротится, либо потребует государственной поддержки. Если рентабельность инвестированного капитала компании больше нуля, но меньше ее средневзвешенных затрат на привлечение капитала, то она, быть может, и получает какую-то прибыль, но едва ли в состоянии обеспечить адекватную отдачу поставщикам капитала. С их точки зрения компания уничтожает стоимость. Если такое положение дел сохранится, в долгосрочной перспективе компании не удастся привлечь необходимый капитал и она не сумеет удержаться в бизнесе.

Бесспорно, критерий стоимости несовершенен. Но сегодня нет другого, хотя бы равного ему по способности отразить в едином показателе множество самых разнообразных факторов, от которых зависят настоящее и будущее компании.

Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин приводят несколько примеров того, как управление стоимостью влияет на результаты деятельности компаний¹ (табл. 12.1).

Таблица 12.1. Как управление стоимостью влияет на результаты деятельности

Сфера бизнеса	Изменения в деятельности	Эффект
Розничная торговля бытовыми товарами	Переход от программы роста в масштабах всей страны к стратегии укрепления региональных позиций перед дальнейшим ростом	Увеличение потенциальной стоимости на 30–40%
Страхование	Реорганизация портфеля услуг с особым упором на те, что обладают наивысшим потенциалом создания стоимости	Увеличение потенциальной стоимости на 25%
Нефтедобыча	Внедрение новых методов планирования и контроля, способствующих проведению коренных преобразований; значительное улучшение взаимопонимания между корпоративным центром и деловыми единицами	– Многомиллионное сокращение расходов, связанных с планированием, благодаря рационализации этого процесса; – поглощение, которого, скорее всего, не произошло бы при иных обстоятельствах; – увольнение отстающих менеджеров
Банковское дело	Выбор в пользу стратегии роста перед стратегией «выдаивания», несмотря на одинаковые в обеих стратегиях показатели рентабельности капитала за 5 лет	Увеличение потенциальной стоимости на 124%
Телекоммуникации	Выявление новых возможностей создания стоимости: новые услуги надбавки к цене	Увеличение потенциальной стоимости на 240% в расчете на единицу Увеличение потенциальной стоимости на 246% в расчете на единицу
	Прекращение примерно 40% запланированных проектов развития одной из деловых единиц	Нет данных
	Полный пересмотр планов расширения торговой службы после выявления их разрушительного воздействия на стоимость	Нет данных

¹ Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление /Пер. с англ. М., 1999. С. 115.

Управление стоимостью компании — комплексный процесс. Его можно определить, с одной стороны, как последовательную реализацию принципов финансовой модели и построение на ее основе и с ее помощью всех решений менеджмента компаний — стратегических и оперативных, финансовых и нефинансовых. С другой стороны, управление стоимостью должно исходить из необходимости удовлетворения ожиданий всех «заинтересованных лиц». Выделим пять слагаемых управления стоимостью.

1. Стратегическое планирование инвестиционной стоимости капитала владельцев, внедрение стоимостного мышления в стратегические решения. Это предъявляет качественно новые требования к необходимой информации, к технологиям, которые должны помогать оценивать эффективность рыночной стратегии. Нужно описать бизнес-модель, т. е. дать качественный портрет фундамента создания стоимости, и измерить движущие силы бизнеса, выбрав ведущие факторы стоимости.
2. Создание системы показателей оценки оперативной деятельности внутренних подразделений компании на разных этапах управления, в которой будут учтены распределение ответственности, масштабы полномочий менеджеров разного уровня организационно-управленческой структуры. Определяя и измеряя влияние новой системы показателей, т. е. оценивая наиболее «чувствительные зоны стоимости», команда менеджеров получает инструмент для обоснования выбора из имеющихся альтернатив и определения приоритетов.
3. Мониторинг ведущих факторов стоимости, создание системы «раннего предупреждения» негативных, разрушительных процессов.
4. Выявление вклада менеджеров и других категорий персонала в «копилку стоимости компании». Для этого осуществляется прямая привязка переменной части заработной платы к новым показателям, основанным на стоимости компании, или использование принципа накопления доли бонусов и их выплаты при условии достижения целевых заданий по росту стоимости компании.
5. Изменения во взаимоотношениях с заинтересованными сторонами компании, и прежде всего с ее инвесторами: дополнительная информированность инвесторов о мерах, направленных на рост стоимости компании или нейтрализацию возможных негативных процессов.

12.3. Теоретические подходы к управлению стоимостью компании

Анализ существующих концепций управления стоимостью выявил следующие основные детерминанты стоимости:

- ожидаемые денежные потоки бизнеса;
- риск инвестиций и обусловленная этим стоимость привлечения и обслуживания капитала;
- ожидаемый потенциал роста (расширения) бизнеса;

- возможность появления или существования благоприятных возможностей в будущем.

Каждая из этих детерминант, в свою очередь, может быть разбита на несколько факторов (см. далее).

В настоящее время существует несколько разноплановых подходов к вопросам управления стоимостью.

Подход Дамодарана

Одним из наиболее фундаментальных является подход А. Дамодарана¹. Согласно этому подходу, методика дисконтированных денежных потоков позволяет применять четыре способа создания стоимости:

- увеличивать денежные потоки, генерируемые имеющимися в наличии активами, посредством увеличения посленалоговых доходов от активов либо за счет уменьшения потребностей в инвестировании в основной и оборотный капитал;
- увеличивать ожидаемый темп роста денежных потоков за счет увеличения доли реинвестированной прибыли или повышения отдачи инвестированного капитала (качества инвестиций);
- увеличивать продолжительность периода высокого темпа роста;
- принимать меры по снижению стоимости капитала за счет уменьшения операционного риска инвестированного капитала, изменения пропорций долгового финансирования капитала или изменения финансовых условий привлечения кредитов.

Таким образом, в соответствии с методом дисконтированных денежных потоков для воздействия на стоимость компании необходимо осуществлять воздействие на текущие денежные потоки, и/или будущий рост, и/или продолжительность периода аномально высокого роста, и/или ставку дисконтирования.

Для увеличения денежных потоков, генерируемых активами компании, необходимо стремиться к снижению себестоимости продукции, ликвидации убыточных активов, снижению эффективной налоговой ставки компании, полнее использовать потенциал ранее осуществленных капитальных вложений, лучше управлять запасами и проводить более жесткую кредитную политику. Для продления периода высокого роста необходимы создание и поддержание конкурентных преимуществ компании.

Дробление акций и дивидендов не приводит, по мнению А. Дамодарана, к изменению стоимости компании, поскольку это не ведет к изменению денежных потоков, темпа роста и риска. Бухгалтерские решения, оказывающие воздействие на отчеты о прибылях и убытках, также никак не влияют на денежные потоки и поэтому не воздействуют на стоимость компании.

Решения по размещению новых ценных бумаг на базе существующих активов компании также не создают стоимость, если только вследствие их не изменится структура пассива (соотношение собственных и заемных средств).

¹ *Damodaran A. Investment Valuation. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2002.*

Подход Коупленда, Муррина и Коллера

Несколько иначе проводят в жизнь ту же идеологию Т. Коупленд, Дж. Муррин и Т. Коллер¹. Они считают, что при принятии решения о целесообразности реструктуризации компании (в частности, после выявления того факта, что стоимость чистых активов компании больше стоимости акционерного капитала, оцененного методом дисконтированных денежных потоков) для анализа возможных исходов целесообразно использовать классическую пентаграмму возможностей структурной перестройки (рис. 12.1). Из рисунка видно, что отправной точкой анализа с помощью пентаграммы должно стать доскональное исследование текущей рыночной стоимости исследуемой компании. Затем следует оценить фактическую и потенциальную стоимости компании с учетом внутренних улучшений, основанных на ожидаемых денежных потоках, и возможности увеличения стоимости посредством финансового реинжиниринга. Все эти оценки затем следует соотнести со стоимостью компании на открытом (фондовом) рынке², чтобы оценить потенциальную выгоду для акционеров от реорганизации компании. Это сравнение должно помочь выявить разрыв в восприятии будущих перспектив компании инвесторами и менеджерами. По окончании такого анализа должно сложиться глубокое, основанное на фактах понимание менеджерами того, в каком состоянии находится портфель проектов компании и какими возможностями наращивания стоимости она располагает.



Рис. 12.1. Пентаграмма для определения возможностей реструктуризации

¹ Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. М., 1999.

² Если акции компании не котируются на фондовом рынке, для оценки ее текущей рыночной стоимости следует прибегнуть к сравнительному анализу, основанному на котировках компаний-аналогов и степени отличия исследуемой компании от этих компаний.

Подход Уолша

Еще один подход к управлению стоимостью обозначил К. Уолш¹. Он исследовал другой важный аспект управления деятельностью компании, а именно сбалансированность между прибылью, активами и ростом (рис. 12.2). Необходимо научиться отыскивать баланс между этими показателями, поскольку перекося в любую сторону может вызвать серьезные осложнения в деятельности компании. Учитывая все плюсы и минусы роста, менеджерам компании рекомендуется заранее продумать и определить для себя те максимальные темпы роста, которые компания может выдержать безболезненно, т. е. нормально обеспечивать и остальные аспекты своей деятельности.

Уравнение сбалансированного роста, выведенное К. Уолшем, выглядит следующим образом:

$$\frac{R}{G \times T} = E, \quad (12.1)$$

где R – нераспределенная прибыль/выручка; G – темп роста выручки; T – оборотные активы/выручка; E – численное значение сбалансированного роста.

Согласно данному уравнению, при $E = 1$ поток денежных средств нейтрален, при $E > 1$ положителен, а при $E < 1$ отрицателен. Для заданного темпа роста потоки денежных средств от основной деятельности должны находиться в равновесии. Эта модель позволяет менеджерам сосредоточиться на фундаментальных факторах, от которых зависит общее состояние компании. Они связаны с прибылью, оборотными активами и темпами роста.

Самым выгодным бизнесом, который лучше всего приобретать, является тот, который быстро растет и имеет высокие прибыли. И наоборот, неудачное приоб-

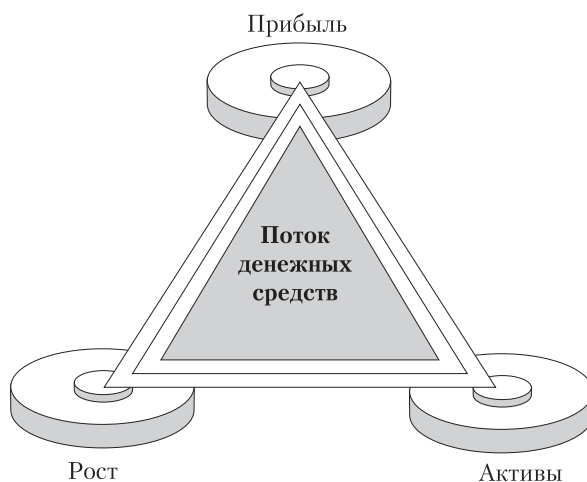


Рис. 12.2. Рост и потребность сбалансированности

¹ Уолш К. Ключевые показатели менеджмента. М., 2000.

решение будет в том случае, если компания и медленно растет, и приносит низкие прибыли. Сама по себе такая компания стоит мало, однако не это самое опасное. Самый плохой вариант — сочетание высоких темпов роста и низких прибылей. А если у такой компании еще и высокий коэффициент T , то такое приобретение становится бомбой замедленного действия, грозящей приобретателю временно отложенной финансовой катастрофой.

Подход Мордашова

Еще одним аналитическим подходом для принятия управленческих решений является подход, основанный на анализе коэффициентов чувствительности факторов стоимости компонентов функционирующего бизнеса, предложенный С. Н. Мордашовым¹. Для получения факторной модели следует получить дифференциал одной из формул стоимости (например, формулы Гордона). Если каждый член полученного дифференциала привести к безразмерной форме, то тем самым появится возможность определения изменения стоимости компании при изменении одного из факторов на определенную величину.

В общем случае, когда имеет место рост денежных потоков, оценка стоимости акционерного капитала имеет вид (формула Гордона):

$$V = \frac{FCF}{r - g}, \quad (12.2)$$

где FCF — свободный денежный поток, доступный акционерам; r — затраты на привлечение и обслуживание акционерного капитала; g — темп роста денежного потока.

Относительно входящих в формулу (12.2) составляющих можно сделать следующие замечания.

Во-первых, ставка затрат на капитал оценена для долгосрочного периода.

Во-вторых, основными составляющими свободного денежного потока согласно выражению:

$$FCF = (S - C)(1 - T) - I = EBIT(1 - T) - I \quad (12.3)$$

являются: S — выручка от продаж; C — себестоимость продукции без учета процентных обязательств по кредитам; T — ставка налога на прибыль; I — постоянные инвестиции сверх амортизации, используемые для поддержания заданного уровня продаж и себестоимости; $EBIT$ — прибыль до вычета процентов и налогов.

В-третьих, выражение (12.2) имеет смысл только при условии² $r > g$.

¹ Мордашов С. Н. Рычаги управления стоимостью компании // Рынок ценных бумаг. 2002. № 15.

² В выражении (12.2) свободные денежные потоки не содержат процентные платежи по кредитам и займам, поскольку рассматриваются денежные потоки, доступные акционерам, а не денежные потоки компании; в случае, если рассматриваются денежные потоки компании, необходимо вместо ставки g использовать ставку средневзвешенных затрат на капитал r_{wacc} .

Таким образом, с учетом принятых допущений и предположений соотношения (12.2) и (12.3) определяют основные факторы стоимости, составляющими которых служат: выручка от продаж, себестоимость реализованной продукции, скорректированная на процентные платежи; ставка налога на прибыль; дополнительные постоянные инвестиции сверх амортизации, используемые для поддержания заданного уровня продаж и себестоимости; скорость роста денежного потока; стоимость привлеченного капитала.

Для решения вопроса об эффективных рычагах воздействия на стоимость компании необходимо оценить чувствительность стоимости к изменению ее составляющих. Для этих целей удобно рассмотреть эластичность стоимости по этим переменным.

Термин «эластичность» показывает, на сколько процентов изменится оценка стоимости компании, если исследуемый фактор стоимости при прочих равных условиях изменится на 1%. Эластичность стоимости по денежному потоку определяется следующим образом:

$$E_{FCF} = \frac{FCF}{V} \times \frac{\partial V}{\partial FCF} = \frac{FCF}{\left(\frac{FCF}{r_{WACC} - g}\right)} \frac{\partial \left(\frac{FCF}{r_{WACC} - g}\right)}{\partial FCF} = \frac{r_{WACC} - g}{r_{WACC} - g} = 1. \quad (12.4)$$

Из формулы (12.4) следует, что:

- при изменении величины денежного потока на 1% (при прочих равных условиях) оценка стоимости компании также изменится на 1%, причем увеличение денежного потока приводит к увеличению стоимости;
- эластичность стоимости компании по свободному денежному потоку не зависит от скорости изменения этого потока, т. е. стоимость компании изменится на 1% при изменении свободного денежного потока на 1% независимо от скорости роста этого потока.

По аналогии с выражением (12.4) ниже приведены выражения для эластичности оценки стоимости компании по остальным факторам.

Эластичность стоимости по ставке затрат на капитал определяется следующим образом:

$$E_r = -\frac{r}{r - g}. \quad (12.5)$$

Формула (12.5) показывает, что:

- отрицательный знак эластичности означает, что увеличение затрат на капитал при прочих равных условиях приводит к уменьшению стоимости компании;
- процентное изменение стоимости по затратам на привлечение капитала зависит от скорости изменения этого потока.

Эластичность стоимости компании по себестоимости имеет следующий вид:

$$E_c = -\frac{1 - T}{FCF / C}. \quad (12.6)$$

Из выражения (12.6) следует, что:

- увеличение себестоимости реализуемой продукции при прочих равных условиях приводит к уменьшению стоимости компании. При уменьшении себестоимости реализуемой продукции на 1% стоимость компании увеличивается пропорционально увеличению рентабельности производства. При этом чем больше доля себестоимости в выручке от реализации, тем сильнее в процентном отношении ее влияние на изменение стоимости компании;
- процентное изменение стоимости компании при изменении себестоимости не зависит от скорости изменения свободного денежного потока g , т. е. стоимость в процентном отношении одинаково изменяется как для растущего, так и для постоянного потока;
- с учетом соотношения (12.3) выражение (12.6) при дополнительных инвестициях $I = 0$ может быть преобразовано в следующее:

$$E_c = -\frac{1-T}{FCF/C} = -\frac{1}{EBIT/C}. \quad (12.6a)$$

При этом чем больше доля себестоимости в выручке от продаж (чем ниже рентабельность производства), тем эффективнее для увеличения оценки стоимости компании при прочих равных условиях окажутся мероприятия по снижению себестоимости.

Эластичность стоимости денежного потока по выручке имеет следующий вид:

$$E_s = \frac{1-T}{FCF/S}. \quad (12.7)$$

Уравнение (12.7) показывает, что:

- увеличение выручки от продаж, при прочих равных условиях, приводит к увеличению стоимости компании, причем зависимость нелинейная, т. е. чем ниже рентабельность продаж, тем сильнее в процентном отношении влияние выручки на изменение стоимости компании;
- процентное изменение стоимости компании при изменении выручки не зависит от скорости изменения свободного денежного потока g ;
- если дополнительные инвестиции $I = 0$, то выражение (12.7) примет вид:

$$E_s = \frac{1-T}{FCF/S} = \frac{1}{EBIT/S}. \quad (12.7a)$$

Эластичность стоимости по прибыли:

$$E_{EBIT} = \frac{1-T}{FCF/EBIT}. \quad (12.8)$$

Из выражения (12.8) следует, что:

- увеличение прибыли приводит к пропорциональному увеличению стоимости компании;
- процентное изменение стоимости компании при изменении выручки не зависит от скорости роста свободного денежного потока g ;
- эластичность оценки стоимости компании от изменения прибыли никогда не бывает меньше 1.

Эластичность стоимости по постоянной скорости роста денежного потока определяется следующим образом:

$$E_g = \frac{g}{r - g}. \quad (12.9)$$

Из выражения (12.9) следует, что:

- увеличение постоянной скорости роста денежного потока, при прочих равных условиях, приводит к увеличению стоимости компании;
- чем меньше разница между скоростью роста свободного денежного потока g и затратами на капитал r , тем больше влияние процентного изменения скорости роста на оценку стоимости компании.

Эластичность оценки стоимости компании по дополнительным инвестициям сверх амортизационных отчислений:

$$E_I = \frac{-1}{FCF / I}. \quad (12.10)$$

Выводом из уравнения (12.10) является то, что уменьшение дополнительных инвестиций для поддержания заданного уровня (или роста) свободного денежного потока приводит к увеличению стоимости компании.

В книге Т. Коупленда и др.¹ в качестве критерия роста стоимости компании приведено следующее соотношение (в терминах оригинала):

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{\text{Инвестированный капитал}} > r_{wacc}, \quad (12.11)$$

где $ROIC$ — рентабельность инвестированного капитала; $NOPLAT$ — чистая прибыль за вычетом скорректированных налогов; инвестированный капитал — сумма оборотных средств в основной деятельности, чистых основных средств и чистых прочих активов.

По сути, этот критерий соответствует оценке стоимости на основе метода капитализации прибыли. Соотношение (12.11) можно записать следующим образом:

$$\frac{NOPLAT}{r_{wacc}} > \text{Инвестированный капитал}, \quad (12.11a)$$

где левая часть означает оценку стоимости методом капитализации чистой прибыли $NOPLAT$, которая для успешно функционирующей компании должна быть больше инвестированного капитала.

Однако соотношение (12.11a) не позволяет точно определить, что послужило причиной роста (падения) стоимости компании, а главное — каковы долгосрочные тенденции изменения стоимости.

Рассмотрим динамический способ оценки условий изменения стоимости компании, основанный на анализе изменения стоимости по изменению составляю-

¹ Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. М., 1999.

щих этой стоимости. Условием роста стоимости компании V при изменении всех ее составляющих является положительное значение разности

$$\delta V = V_n - V_c > 0,$$

где V_c — оценка стоимости компании до изменения составляющих стоимости; V_n — оценка стоимости компании после изменения составляющих стоимости.

Изменяемыми составляющими стоимости являются ΔS , ΔC , ΔT , Δr , Δg , ΔI .

С математической точки зрения функция стоимости V [соотношение (12.2) с учетом (12.3)] является функцией многих переменных. Вариация δV имеет следующий вид:

$$\delta V = \left(\frac{\partial V}{\partial S} \right) \Delta S + \left(\frac{\partial V}{\partial C} \right) \Delta C + \left(\frac{\partial V}{\partial T} \right) \Delta T + \left(\frac{\partial V}{\partial r_{WACC}} \right) \Delta r_{WACC} + \left(\frac{\partial V}{\partial g} \right) \Delta g + \left(\frac{\partial V}{\partial I} \right) \Delta I,$$

где $\partial V / \partial X$ частная производная стоимости (12.2) по соответствующей переменной (составляющей стоимости) X ; Δ — вариация (произвольное изменение) составляющих стоимости в абсолютном выражении.

Окончательно имеем:

$$\partial V = \frac{(1-T)(\Delta S - \Delta C) - (S - C)\Delta T + V(\Delta g - \Delta r) - \Delta I}{r - g} \quad (12.12)$$

или

$$\delta V = \frac{(1-T)\Delta EBIT - EBIT \times \Delta T + V(\Delta g - \Delta r) - \Delta I}{r - g}. \quad (12.12a)$$

Из приведенных уравнений (12.12) следует:

- если соотношение (12.12) больше нуля, то это означает, что при заданном одновременном изменении составляющих стоимость увеличилась;
- если соотношение (12.12) равно нулю, то это означает, что стоимость не изменилась;
- если выражение (12.12) меньше нуля, то это означает, что стоимость компании уменьшилась.

Таким образом, соотношение (12.12) является ориентиром для контроля процесса увеличения стоимости по результатам операционной, инвестиционной и финансовой деятельности компании.

Подход Егерова

Еще один подход к управлению стоимостью был предложен И. А. Егеровым¹, который исследовал влияние параметров производственного и финансового циклов на стоимость компании (бизнеса).

¹ Егеров И. А. Стоимость бизнеса: искусство управления: Учеб. пособие. М., 2003.

Для характеристики непрерывного потока хозяйственных операций используется понятие цикла. Цикл любого производства включает покупки, приводящие к увеличению производственных запасов и кредиторской задолженности; производство, влекущее рост незавершенного производства и готовой продукции на складе; реализацию, увеличивающую дебиторскую задолженность и денежные средства в кассе и на расчетном счете. В конечном итоге такой круговорот многократно повторяется и сводится к денежным поступлениям и денежным потокам.

На практике рассматривают два основных цикла: производственный и финансовый.

Производственный цикл начинается с момента поступления материалов на склад компании и заканчивается в момент отгрузки покупателю продукции, которая была изготовлена из данных материалов.

Финансовый цикл начинается с момента оплаты поставщикам данных материалов (выплата аванса поставщику, погашение кредиторской задолженности), заканчивается в момент получения денег от покупателей за отгруженную продукцию (погашение дебиторской задолженности, получение аванса).

Период времени, в течение которого совершается оборот денежных средств и активов, представляет собой длительность цикла. Для оценки его длительности используют показатели оборачиваемости (период в днях).

Производственный цикл характеризуется периодом оборота запасов сырья и материалов, периодом оборота незавершенного производства, периодом оборота запасов готовой продукции, финансовый цикл — периодами оборота авансов, периодом оборота кредиторской задолженности, периодом оборота дебиторской задолженности (рис. 12.3 и 12.4).

$$\begin{aligned} T_{\text{пц}} &= T_{\text{м}} + T_{\text{нп}} + T_{\text{гп}}; \\ T_{\text{А}} = 0 &\Rightarrow T_{\text{фц}} = T_{\text{пц}} + T_{\text{дз}} - T_{\text{кз}}; \\ T_{\text{А}} > 0 &\Rightarrow T_{\text{фц}} = T_{\text{АП}} + T_{\text{пц}} + T_{\text{дз}}, \end{aligned} \quad (12.13)$$

где $T_{\text{пц}}$ — длительность производственного цикла; $T_{\text{м}}$ — период оборота материалов; $T_{\text{нп}}$ — период оборота незавершенного производства; $T_{\text{гп}}$ — период оборота готовой продукции; $T_{\text{фц}}$ — длительность финансового цикла; $T_{\text{А}}$ — период оборота авансов выданных (поставщикам); $T_{\text{дз}}$ — период оборота дебиторской задолженности; $T_{\text{кз}}$ — период оборота кредиторской задолженности; $T_{\text{АП}}$ — период оборота авансов полученных (покупателей).

Рассмотрим подробнее случай, когда авансирование хозяйственных операций не производится (иными словами, компания не платит денежных средств в качестве авансов поставщикам по закупаемому сырью и материалам, а покупатели не платят авансом за производимую в компании продукцию).

Как видно из рис. 12.3, несмотря на то что происходит непрерывное движение активов внутри одного цикла от одного этапа производственного процесса к другому, реальное изменение денежных средств происходит лишь дважды: в момент погашения компанией кредиторской задолженности и в момент получения платежа за отгруженную продукцию от дебиторов. С учетом вышеуказанного стоимость цикла можно определить следующим образом:

$$\begin{aligned}
 E_{ct} &= \frac{1}{R^t} \left\{ \frac{-CF_{кзм}}{R^{T_{кз}}} + \frac{CF_{дзм}}{R^{T_{дз}+T_{фин}}} \right\} = \frac{1}{R^{t+T_{кз}}} \left\{ -CF_{кзм} + \frac{CF_{дзм}}{R^{T_{дз}+T_{фин}-T_{кз}}} \right\} = \\
 &= \frac{1}{R^{t+T_{кз}}} \left\{ -CF_{кзм} + \frac{CF_{дзм}}{R^{T_{фин}}} \right\},
 \end{aligned}
 \tag{12.14}$$

где E_{ct} – стоимость цикла; t – период, для которого рассматривается влияние цикла; R – единица плюс ставка дисконтирования; $CF_{кзм}$ – денежный поток, обусловленный погашением дебиторской задолженности; $CF_{дзм}$ – денежный поток, обусловленный погашением дебиторской задолженности.

Ставка дисконтирования должна включать необходимые надбавки для компенсации рисков, связанных с поставляемыми сырьем и материалами, производством продукции, хранением, сбытом и взысканием дебиторской задолженности.

Уберем из формулы (12.14) период как не влияющий на последовательность рассуждений и оставим только временные характеристики циклов:

$$E_c = \frac{1}{R^{T_{кз}}} \left\{ -CF_{кз} + \frac{CF_{дз}}{R^{T_{фин}}} \right\}.
 \tag{12.15}$$

Из анализа формулы (12.15) сразу следуют несколько подходов к управлению оборотными активами. Прежде всего, это то, что на стоимость оказывают влияние все аспекты финансового цикла, многие из которых действуют в противоположных направлениях. Это влияние носит характер как линейной, так и нелинейной зависимости. К росту стоимости приводит увеличение дебиторской задолженности при неувеличении длительности финансового цикла. С одной стороны, это равносильно сокращению сроков коммерческого кредитования покупателей при росте продаж за денежные средства и/или росте собираемости дебиторской задолженности. С другой стороны, увеличение срока коммерческого кредита от поставщиков с тенденцией снижения цен на закупаемые сырье и материалы при условии несокращения объемов выпуска, положительно скажется на стоимости бизнеса.

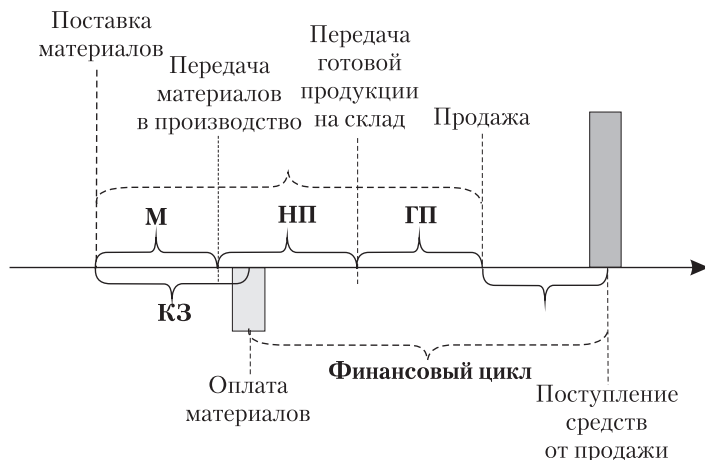


Рис. 12.3. Производственный и финансовый цикл (без авансов)

Формула (12.15) позволяет дать количественную оценку влиянию разных стратегий управления дебиторской и кредиторской задолженностью на стоимость компании в целом.

Поскольку производственный процесс в любой компании является основным источником поступления денежных средств, должно выполняться неравенство положительности вклада, вносимого потоками от оборота активов в итоговую стоимость бизнеса. В противном случае будет наблюдаться ситуация, когда для компенсации отрицательной стоимости от производственной деятельности будут использоваться денежные поступления от продажи основных средств или будет «проедаться» амортизация. Теоретически для компенсации отрицательного денежного потока от производственной деятельности можно бесконечно привлекать финансовые ресурсы на стороне, но тогда произойдет снижение стоимости компании (бизнеса) для кредиторов, и в конце концов по новым кредитам будут затребованы неподъемные цены (ставки) или в них будет попросту отказано. Бесконечные вливания со стороны владельцев компании тоже вряд ли возможны, скорее собственник будет делать их в более эффективный бизнес.

После ряда преобразований получим критерий неубывания стоимости бизнеса при совершении текущих операций:

$$E_c \geq 0 \Rightarrow \frac{1}{R^{T_{кз}}} \left\{ -CF_{кз} + \frac{CF_{дз}}{R^{T_{фн}}} \right\} \geq 0 \Rightarrow \frac{CF_{дз}}{R^{T_{фн}}} \geq CF_{кз} \Rightarrow CF_{дз} \geq CF_{кз} \times R^{T_{фн}}. \quad (12.16)$$

Если неравенства (12.16) нарушаются, то в конечном итоге, не изменив существующую политику в сфере закупок, производства и сбыта, компания станет банкротом по причине постоянно уменьшающейся стоимости.

На практике использование этих неравенств может выглядеть следующим образом: из отчетности за прошедший период берут значения дебиторской и кредиторской задолженности, рассчитывают длительность финансового цикла и с помощью минимальной ставки требуемой доходности выполняют сравнение по формулам (12.16). Далее делается вывод об эффективности хозяйственной деятельности компании и/или об «уничтожении» стоимости.

Фактически неравенства (12.16) дают еще один критерий оценки влияния управленческих решений на результат текущей хозяйственной деятельности компании. Если вследствие принятия решения неравенство будет нарушено, то целесообразно не принимать такое решение или отложить его принятие до того момента, когда условия будут более благоприятны.

Проанализировав влияние циклов на стоимость бизнеса, И. А. Егеров исследует проблему управления стоимостью циклов компании.

Оценка стоимости циклов приобретает особое значение в контексте процедур управления. В рамках этих процедур основное внимание должно уделяться решению задачи приращения стоимости циклов. Рассмотрим более подробно влияние изменений отдельных параметров финансового и производственного циклов на изменение стоимости бизнеса.

Для определения основных направлений приложения усилий менеджмента по приращению стоимости циклов вполне подходит метод, основанный на анализе чувствительности стоимости к отдельным факторам. Метод основывается на рас-

чете коэффициентов чувствительности и выборе из всего перечня факторов тех, влияние которых на стоимость оказывается наиболее значительным (факторы, имеющие наибольшие коэффициенты чувствительности).

Как определяется чувствительность стоимости циклов к отдельным факторам?

Метод управления стоимостью циклов через анализ чувствительности описывается следующей формулой, посредством которой обеспечивается связь изменения факторов со стоимостью бизнеса:

$$\frac{\Delta \tilde{E}}{E} \cong \sum_n K_n \frac{\Delta \tilde{\Phi}_n}{\Phi_n},$$

где \tilde{E} — стоимость бизнеса (случайная величина); E — ожидаемая стоимость бизнеса, $E = M[\tilde{E}]^T$; $\Delta \tilde{E}$ — приращение стоимости бизнеса; $\tilde{\Phi}_n$ — значение фактора n (случайная величина); Φ_n — ожидаемое значение фактора n , $\Phi_n = M[\tilde{\Phi}_n]$; $\Delta \tilde{\Phi}_n$ — приращение n -го фактора; K_n — коэффициент чувствительности стоимости бизнеса к n -му фактору.

Интерпретация содержания коэффициентов чувствительности может быть следующей: коэффициент чувствительности показывает, на сколько процентов изменится стоимость бизнеса или бизнес-единицы при изменении фактора на 1%. Соответственно чем больше коэффициент, тем на большее число процентов изменится стоимость.

Следует отметить, что по мере изменения факторов, пусть даже не всех, чувствительность стоимости ко всему набору факторов будет меняться практически вне зависимости от того, изменялся именно этот фактор или другой.

Задача определения коэффициентов чувствительности может быть решена двумя способами:

- 1) статистическим — по результатам статистической обработки данных управленческого (финансового) учета;
- 2) математическим — методами математического анализа формализованной модели бизнеса.

Первый путь способен дать хорошие результаты в условиях неизменности правил ведения учета на длительном временном интервале, стабильного функционирования и богатой финансовой истории бизнеса. Указанный путь не позволяет определить степень влияния на стоимость существенных изменений в политике управления бизнесом, например началом реализации крупного (по масштабам бизнеса) инвестиционного проекта.

От перечисленных недостатков полностью избавлен путь с использованием математики, поскольку в любой момент он позволяет рассчитать коэффициенты чувствительности на основе новых, изменившихся значений факторов.

Формула расчета коэффициентов выглядит следующим образом:

$$K_n = \frac{\partial \tilde{E}}{\partial \tilde{\Phi}_n} \times \frac{\Phi_n}{E}.$$

Определим коэффициенты чувствительности стоимости циклов к факторам (12.15) и сведем их в табл. 12.2.

Таблица 12.2. Коэффициенты чувствительности

Фактор цикла	Расчетная формула коэффициента чувствительности
$T_{кз}$	$\frac{CF_{кз} \cdot T_{кз}}{R^{T_{кз}} \cdot E_c} \ln R$
$T_{дз}$	$-\frac{CF_{дз}}{R^{T_{пц}+T_{дз}}} \times \frac{T_{дз}}{E_c} \ln R$
$T_{пц}$	$-\frac{CF_{дз}}{R^{T_{пц}+T_{дз}}} \cdot \frac{T_{пц}}{E_c} \ln R$
$CF_{кз}$	$-\frac{CF_{кз}}{E_c R^{T_{кз}}}$
$CF_{дз}$	$\frac{CF_{дз}}{E_c R^{T_{фц}+T_{кз}}}$
R	$-\frac{1}{R} \left(T_{кз} + T_{фц} \frac{CF_{дз}}{E_c R^{T_{фц}+T_{кз}}} \right)$

Процедуры управления стоимостью могут включать перечисленные в табл. 12.3.

Пример. Пусть величины дебиторской и кредиторской задолженности компании равны соответственно 120 и 80. Длительность производственного цикла – 85 дней (85/365), период оборота кредиторской задолженности – 50 дней (50/365), дебиторской задолженности – 35 дней (35/365). Ставка дисконтирования – 25%. Определить, на чем следует сконцентрировать внимание менеджерам при управлении производственным и финансовым циклами.

Согласно формулам (12.13),

$$T_{фц} = T_{пц} + T_{дз} - T_{кз} = 70.$$

Согласно (12.15), стоимость цикла составит:

$$E_c = 34.$$

Результаты решения задачи сведены в табл. 12.4.

Как следует из расчетов, основное внимание менеджеров должно быть уделено взысканию в полном объеме дебиторской задолженности (3,29), а также величине кредиторской задолженности в части снижения цен на поставляемые сырье и материалы (-2,29). Производственный цикл (-0,17) и периоды оборота кредиторской (0,07) и дебиторской (-0,07) задолженностей существенного влияния на стоимость циклов не оказывают.

Если в модель И. А. Егерова включить авансирование закупок и продаж (рис. 12.4) и провести серию преобразований, получим критерий «непроедания» бизнеса:

Таблица 12.3. Процедуры управления стоимостью

Фактор цикла	Мероприятия по воздействию на фактор
Период оборота кредиторской задолженности	Мероприятия по увеличению сроков возврата кредиторской задолженности на основе пересмотра условий договоров, проводимые в сочетании с мероприятиями по управлению денежными потоками по кредиторской задолженности
Период оборота дебиторской задолженности	Мероприятия по своевременному и полному взысканию дебиторской задолженности на основе пересмотра условий договоров, проводимые в сочетании с мероприятиями по управлению денежными потоками по дебиторской задолженности
Длительность производственного цикла	Мероприятия по сокращению продолжительности производственного цикла через внедрение в производство передовой техники и технологий, оптимизация графика поставок сырья и материалов, повышение квалификации и заинтересованности работников
Денежные потоки по кредиторской задолженности	Мероприятия по сокращению расходов по закупаемым сырью и материалам, в том числе за счет сокращения сроков оплаты, поиск новых поставщиков. Замена закупаемого сырья и материалов на более дешевые аналоги
Денежные потоки по дебиторской задолженности	Мероприятия по повышению рыночной привлекательности реализуемой продукции, внедрение гибких условий оплаты, поиск надежных партнеров, своевременное и полное взыскание дебиторской задолженности
Ставка дисконтирования	Мероприятия по снижению рисков производственного процесса, а также рисков, связанных с поставщиками и клиентами

Таблица 12.4. Результаты решения задачи

Фактор	Значение	Чувствительность
$T_{кз}$	0,14	0,07
$T_{дз}$	0,10	-0,07
ТПЦ	0,23	-0,17
$CF_{кз}$	80	-2,29
$CF_{дз}$	120	3,29
R	25%	-0,61

$$CF_A R^{T_{фин}} + CF_{кз} R^{T_{фин} - T_A - T_{кз}} \leq CF_{АП} R^{T_{АП} + T_{дз}} + CF_{дз}$$

Коэффициенты чувствительности стоимости цикла к отдельным его параметрам выводятся так же, как для случая без авансов, и ввиду громоздкости формул здесь не приводятся.

Резюмируя рассмотренные подходы, следует отметить, что, во-первых, приведенный перечень далеко не полный; во-вторых, каждый из этих подходов обладает своей уникальной ценностью, при этом наиболее фундаментальным можно считать подход Дамодарана. Подход Уолша привлекателен своей простотой и может быть рекомендован для экспресс-диагностики компании. Подходы Егерова и Мордашова более сложны, их можно рассматривать как дальнейшее развитие и конкретное воплощение идей Дамодарана и других специалистов по анализу чувствительности компонентов стоимости функционирующего бизнеса.

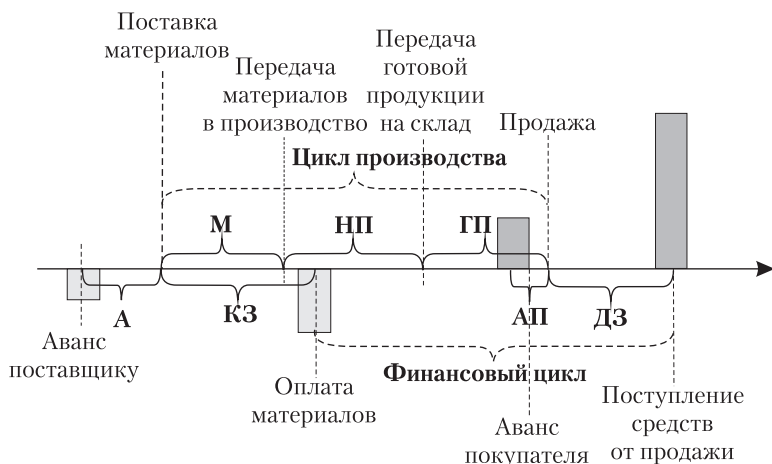


Рис. 12.4. Производственный и финансовый цикл (с авансами)

12.4. Выявление факторов стоимости

Важную роль в управлении стоимостью играет глубокое понимание того, какие именно параметры деятельности (ключевые факторы стоимости) фактически определяют стоимость бизнеса. Знать их важно по двум причинам. Во-первых, компания не может работать непосредственно со стоимостью. Она вынуждена заниматься тем, на что способна влиять, например удовлетворением запросов потребителей, снижением себестоимости и т. д. Во-вторых, именно эти факторы стоимости помогают менеджерам высшего эшелона понять, что происходит на всех остальных уровнях организации, и донести до них свои планы и намерения.

На стоимость компании оказывают воздействие различные факторы (факторы стоимости), в частности ценовая политика компании, состояние производственных мощностей, уровень конкуренции в отрасли, надежность поставщиков, нормативные акты, издаваемые государством, общеэкономическая ситуация в стране и т. п.

Факторы стоимости можно разделить на две условные группы: внешние факторы (факторы, возникающие независимо от действий менеджмента компании), внутренние факторы (связанные с действиями менеджмента, отраслевой спецификой самого предприятия).

Внешними факторами нельзя управлять. Тем не менее о возможном наступлении тех или иных событий руководство компании должно думать и своевременно принимать меры по минимизации негативных последствий. Такие факторы, как цена на исходное сырье и текущие процентные ставки, безусловно, влияют на стоимость бизнеса, однако менеджмент не имеет рычагов непосредственного воздействия на эти параметры. И если такого рода факторы имеют критическое значение для долгосрочной жизнеспособности бизнеса, следует предпринять необходимые действия для хеджирования вероятных рисков.

Управление компанией строится путем воздействия на внутренние факторы, среди которых выделяют ключевые факторы, влияние которых на стоимость яв-

ляется наиболее значимым. Поэтому система управления стоимостью бизнеса основана на выявлении и оптимизации ключевых факторов стоимости в различных элементах компании: в компании в целом, бизнес-единицах, региональных филиалах, функциональных подразделениях, бизнес-процессах, инвестиционных проектах и т. д. Оптимизация ключевых факторов стоимости означает достижение таких значений этих факторов, при которых их вклад в стоимость компании является максимальным.

Факторы стоимости могут быть выявлены через разложение показателей, используемых при расчете стоимости компании на отдельные составляющие, например с использованием модели Дюпона и т. п. Подобный процесс может быть отражен в виде дерева факторов с различными уровнями детализации. Следует отметить, что не все факторы однозначно влияют на стоимость компании, изменение некоторых из них может одновременно увеличивать и «уничтожать» стоимость. Примером может быть сумма амортизационных отчислений, капитальных вложений, которые одновременно влияют на величину и темпы роста свободного денежного потока, причем в противоположном направлении. Поэтому, чтобы факторами стоимости можно было пользоваться, необходимо установить их соподчиненность, определить, какой из них оказывает наибольшее воздействие на стоимость. Необходимо разработать продуманную до мелочей систему факторов стоимости и достигнуть такого уровня ее детализации, при котором каждый фактор стоимости увязывается с показателями, являющимися базовыми при принятии решений функциональными и оперативными менеджерами.

Влияние различных факторов на стоимость неравноценно. Есть факторы первостепенные, есть второстепенные. 80% стоимости определяют 20% факторов. Например, оценивается бизнес на рынке пластиковых карт. Ключевые факторы в данном бизнесе, в большей степени определяющие стоимость, — стадия жизненного цикла, рост, отраслевой фактор, высокий барьер для входа на рынок в виде высоких требований платежных систем «Visa» и «MasterCard». В бизнесе по производству пивных бутылок ключевой фактор — местоположение, так как затраты на транспортировку высоки, производитель привязывается к конечному потребителю и важно ориентировать бизнес на строго определенную территорию.

Как правило, большинство руководителей уверены, что знают, чем определяет успех бизнеса. Однако это понимание зачастую сосредоточено на краткосрочных целях, ориентированных на результаты текущего отчетного периода, нежели на задаче долгосрочного роста стоимости.

Выявление и анализ факторов стоимости могут потребовать значительных усилий и затрат времени со стороны менеджмента. Наиболее серьезные трудности связаны, как правило, с получением необходимой информации и формализацией взаимосвязей и взаимозависимостей между множеством параметров, характеризующих бизнес. Однако если такой анализ проведен, его результаты дают возможность сконцентрировать внимание на ограниченном списке наиболее существенных факторов, играющих ключевую роль в достижении главной финансовой цели управления — максимального роста стоимости компании.

В условиях изменяющихся условий рынка возникает вопрос учета неопределенности в значениях данных факторов и выбора удобного и информативного инструмента, позволяющего решить данную задачу. Максимально возможное от-

ражение степени влияния неопределенности на критерий эффективности предлагает метод Монте-Карло (имитационного моделирования). В данном методе отсутствует субъективный фактор установления вероятностных распределений значений отдельных переменных, что также повышает его значимость. Несмотря на то что метод Монте-Карло отличается большой теоретической сложностью, в современных условиях распространения компьютерной техники его реализация не вызовет проблем, а в результате формирования имитационной модели могут быть получены удовлетворительные решения проблем со сложной структурой. Итоги имитационного моделирования предоставляют ценный статистический материал, включающий в себя гистограмму рыночной стоимости проекта, минимальное и максимальное значения стоимости с учетом интервалов изменения факторов, стандартное отклонение, коэффициент вариации и др.

Как определить, какие решения ведут к повышению стоимости? На первый взгляд кажется, что ответ очевиден: решения, приводящие к увеличению прибыли, повышают стоимость компании. Этот простой ответ зачастую ведет к неэффективной стратегии управления. Более того, увеличение бухгалтерской прибыли может в определенных ситуациях снижать стоимость. Стоимость компании растет тогда и только тогда, когда компания получает такую отдачу от инвестированного капитала, которая превышает затраты на привлечение капитала. Именно на этом принципе строится технология принятия стратегических и оперативных решений.

12.5. Технология управления стоимостью

Внедрение стоимостного мышления и выявление факторов стоимости — это только половина пути. Для того чтобы управление стоимостью укоренилось в организации и приносило реальные плоды, его должны взять на вооружение все те, кто отвечает за принятие решений на всех уровнях управления компанией.

Существует четыре основных управленческих процесса, которые в сочетании необходимы для внедрения управления стоимостью в компании:

- 1) выработка стратегии;
- 2) определение целевых нормативов;
- 3) планирование, составление бюджетов;
- 4) организация систем поощрения и оценки результатов деятельности.

Последовательность указанных процессов логически хорошо объяснима. Во-первых, компания или деловая единица разрабатывает стратегию максимизации стоимости. Во-вторых, компания переводит эту стратегию на язык краткосрочных и долгосрочных целевых нормативов, которые определяются через ключевые факторы стоимости. В-третьих, составляются рабочие бюджеты и сметы, намечающие конкретные шаги для достижения поставленных целей на следующие двенадцать или более месяцев. И наконец, разрабатываются системы поощрения и оценки результатов деятельности, позволяющие следить за выполнением целевых нормативов и побуждающие работников к решению поставленных перед ними задач.

Эти компоненты насквозь пронизывают организационную структуру, связывая между собой все ее звенья: от корпоративного центра через уровень центров фи-

нансовой ответственности до функционального уровня производственных операций. Понятно, что если компания надеется достичь намеченных целей увеличения стоимости, то ее стратегия и целевые нормативы на всех уровнях управления должны быть последовательными и согласованными. Реализуется и проявляется стратегия на разных организационных уровнях по-разному. На корпоративном уровне стратегия воплощается главным образом в решения о том, каким бизнесом заниматься, как добиться потенциальных преимуществ от совместной деятельности центров финансовой ответственности и каким образом распределять ресурсы между предприятиями. На уровне центров финансовой ответственности, как правило, требуется, чтобы организация определила стратегические альтернативы, оценила каждую из них и выбрала ту, которая способствует созданию наибольшей стоимости.

Стратегия должна учитывать следующие важнейшие положения управления стоимостью:

- оценка стоимости стратегии и основных определяющих ее допущений. Это создает необходимую базу для дальнейшего обсуждения стратегии с менеджерами высшего эшелона, в ходе которого ключевые допущения (исходные предпосылки) подвергаются тщательному анализу и проверке;
- «взвешивание» стоимостей альтернативных стратегий, которые были отвергнуты, а также причин отказа от них;
- определение потребности в ресурсах. Зачастую управление стоимостью впервые заставляет руководителей деловых единиц обратить внимание на баланс. Необходимо также выяснить потребность в человеческих ресурсах;
- обобщение прогнозов, на которых строится стратегическое планирование, с особым акцентом на ключевые факторы стоимости. Их следует дополнить анализом рентабельности инвестиций (и их компонентов) за некоторый промежуток времени, а также сравнительным анализом аналогичных показателей основных конкурентов;
- анализ нескольких альтернативных сценариев, позволяющий выявить потенциальные угрозы со стороны конкурентов и их возможности.

После согласования и окончательного утверждения стратегии максимизации стоимости разрабатываются целевые нормативы, которые служат для менеджеров средством выражения своих намерений, исполнения которых они рассчитывают добиться. Слишком низкие нормативы легко выполнимы, но результаты деятельности при этом оказываются посредственными. Если же нормативы заведомо недостижимы, то они перестают выполнять свою функцию мотивации работников. Перечислим некоторые общие принципы управления стоимостью применительно к определению целевых нормативов.

1. Целевые нормативы должны опираться на ключевые факторы стоимости деловой единицы, и их следует устанавливать как для финансовых, так и нефинансовых показателей.
2. Целевые нормативы должны соответствовать уровню организации.
3. Краткосрочные целевые нормативы должны быть прочно привязаны к долгосрочным.

Приложение 1

Основные формулы, используемые в расчетах

Будущая стоимость денежной единицы при начислении процентов 1 раз год:

$$FV = PV(1+i)^n.$$

Будущая стоимость денежной единицы при более частом, чем 1 раз в год, начислении процентов:

$$FV = PV\left(1 + \frac{i}{k}\right)^{nk}.$$

Текущая стоимость денежной единицы при начислении процентов 1 раз в год:

$$PV = FV \frac{1}{(1+i)^n}.$$

Текущая стоимость денежной единицы при более частом, чем 1 раз в год, начислении процентов:

$$PV = FV \frac{1}{\left(1 + \frac{i}{k}\right)^{nk}}.$$

Текущая стоимость обычного аннуитета при платежах в конце каждого периода:

$$PVA = PMT \cdot \frac{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}{i}.$$

Текущая стоимость обычного аннуитета при более частых, чем 1 раз в год, платежах:

$$PVA = PMT \frac{1 - \frac{1}{\left(1 + \frac{i}{k}\right)^{nk}}}{\frac{i}{k}}.$$

Текущая стоимость авансового аннуитета при платежах в начале каждого года:

$$PVA_a = PMT \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+i)^{n-1}}}{i} + 1 \right].$$

Текущая стоимость авансового аннуитета при более частых, чем 1 раз в год, платежах:

$$PVA_a = PMT \left[\frac{1 - \frac{1}{\left(1 + \frac{i}{k}\right)^{nk-1}}}{\frac{i}{k}} + 1 \right].$$

Будущая стоимость обычного аннуитета при платежах 1 раз в конце года:

$$FVA = PMT \frac{(1+i)^n - 1}{i}.$$

Будущая стоимость обычного аннуитета при платежах, осуществляемых чаще, чем 1 раз в год:

$$FVA = PMT \frac{\left(1 + \frac{i}{k}\right)^{nk} - 1}{\frac{i}{k}}.$$

Будущая стоимость авансового аннуитета при платежах 1 раз в начале года:

$$FVA_a = PMT \left[\frac{(1+i)^{n+1} - 1}{i} - 1 \right].$$

Будущая стоимость авансового аннуитета при платежах, осуществляемых чаще, чем 1 раз в год:

$$FVA_a = PMT \left[\frac{\left(1 + \frac{i}{k}\right)^{nk+1} - 1}{\frac{i}{k}} - 1 \right].$$

Фактор фонда обычного возмещения:

$$SFN(n, i) = \frac{PMT}{FVA} = \frac{i}{(1+i)^n - 1}.$$

Авансовый взнос на амортизацию единицы:

$$\frac{PMT}{PVA} a = \frac{i}{(i+1) - (1+i)^{-(n-1)}}.$$

Обозначения в приведенных выше формулах: PV — текущая стоимость денежной единицы; i — годовая процентная ставка; n — количество лет (периодов); k — количество платежей в течение одного года (периода); FV — будущая стоимость денежной единицы; PMT — платеж n -го периода.

Фактор фонда авансового возмещения:

$$SFN_a(n, i) = \frac{i}{(1+i)^{n+1} - (i+1)}.$$

Взнос на амортизацию единицы:

$$\frac{PMT}{PVA} = \frac{i}{1 - (1+i)^{-n}}.$$

Формула Фишера:

$$R_r = \frac{R_n - i}{1 + i},$$

где R_r — реальная ставка дисконта; R_n — номинальная ставка дисконта; i — индекс инфляции.

Применяется в случае, если темп инфляционного роста цен в стране превышает 15%.

Определение **ставки дисконта по модели (WACC)** средневзвешенной стоимости капитала:

$$WACC = k_d(1 - t_c) w_d + k_p w_p + k_s w_s,$$

где k_d — стоимость привлечения заемного капитала; t_c — ставка налога на прибыль; k_s — стоимость привлечения акционерного капитала (обыкновенные акции); k_p — стоимость привлечения акционерного капитала (привилегированные акции); w_d — доля заемного капитала в структуре капитала предприятия; w_p — доля привилегированных акций в структуре капитала предприятия; w_s — доля обыкновенных акций в структуре капитала предприятия.

Расчет ставки дисконта в соответствии с моделью (CAPM) оценки капитальных активов:

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C,$$

где R — требуемая инвестором ставка дохода (на собственный капитал); R_f — безрисковая ставка дохода; β — коэффициент (является мерой систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране); R_m — общая доходность рынка в целом (среднерыночного портфеля ценных бумаг); S_1 — премия для малых предприятий; S_2 — премия за риск, характерный для отдельной компании; C — страновой риск.

Рыночная премия за риск (RP_m):

$$RP_m = R_m - R_f.$$

Коэффициент (ставка) капитализации:

$$R_0 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n R_i.$$

где R_i — коэффициент капитализации i -го объекта:

$$R_i = \frac{I_i}{V_i},$$

здесь V — стоимость объекта; I — периодический доход.

Мультипликатор цена/прибыль до налогообложения (P/EBT):

$$\frac{P}{EBT} = \frac{CA_p \times KA}{DH},$$

где DH — доход до выплаты налогов.

Мультипликатор цена/чистый денежный поток (P/CF):

$$\frac{P}{CF} = \frac{CA_p \times KA}{DH + IA},$$

где IA — износ и амортизация.

Мультипликатор цена/чистая прибыль (P/E):

$$\frac{P}{E} = \frac{CA_p \times KA}{rD},$$

CA_p — рыночная стоимость акций; KA — количество акций; rD — чистый доход.

Мультипликатор цена/денежный поток до налогообложения ($P/PTCF$):

$$\frac{P}{PTCF} = \frac{CA_p \times KA}{rD + IA}.$$

Мультипликатор инвестиционный капитал/прибыль ($IC/EBIT$):

$$\frac{IC}{EBIT} = \frac{CA_p \times KA + Z_d}{DH + PB},$$

где Z_d — долгосрочная задолженность; PB — расходы на выплату процентов.

Мультипликатор цена/балансовая стоимость (P/BV):

$$\frac{P}{BV} = \frac{CA_p \times KA}{K_{\text{соб}}},$$

где $K_{\text{соб}}$ — собственный капитал.

Потенциальный валовой доход (ПВД):

$$\text{ПВД} = S \times C_a,$$

S — площадь, сдаваемая в аренду; C_a — арендная ставка за 1 м².

Мультипликатор инвестиционный капитал/прибыль до выплат налогов и процентов по кредитам ($IC/EBDIT$):

$$\frac{IC}{EBDIT} = \frac{CA_p \times KA + Z_d}{DH + PB + IA}.$$

Действительный валовой доход (ДВД):

$$\text{ДВД} = \text{ПВД} - \text{Потери};$$

где Потери = Потери от недоиспользования + Потери от неуплаты.

Чистый операционный доход (ЧОД):

$$\text{ЧОД} = \text{ДВД} - \text{Операционные расходы} \\ (\text{за исключением амортизационных отчислений}).$$

Вероятная стоимость оцениваемого объекта (V):

$$V = D_p \times \text{ВРМ} = D_p \times \frac{C_{\text{ан}}}{\text{ПВД}_{\text{ан}}},$$

где D_p — рентный доход оцениваемого объекта; ВРМ — валовой рентный мультипликатор; $C_{\text{ан}}$ — цена продажи аналога; $\text{ПВД}_{\text{ан}}$ — потенциальный валовой доход аналога.

Полная стоимость воспроизводства оцениваемого здания (ПСВ):

$$\text{ПСВ} = B \times V_{\text{стр}} \times k,$$

где B — восстановительная стоимость единицы измерения (1 м³) данного типа здания; $V_{\text{стр}}$ — строительный объем здания; k — поправочный коэффициент, учитывающий отличие конструктивного решения здания, внутреннего оборудования, климатического района и территориального пояса.

Совокупный износ здания (СИ):

$$СИ = \text{Физ.и} + \text{Функц.и} + \text{Вн.и},$$

где Физ.и – физический износ; Функц.и – функциональный износ; Вн.и – внешний износ.

$$\text{Физ.и} = \text{Физ.и}_{\text{устр}} + \text{Физ.и}_{\text{неустр}};$$

$$\text{Физ.и}_{\text{неустр}} = \text{Эф.возр} / \text{Экон.ж},$$

где Физ.и_{неустр} – неустраняемый физический износ; Эф.возр – эффективный возраст здания; Экон.ж. – экономический срок жизни.

Внешний износ здания (Вн.изн):

$$\text{Вн.изн.} = \frac{\text{ЧОД}_{\text{без вн.улучш}} - \text{ЧОД}_{\text{с вн.улучш}}}{\text{НК}_{\text{зд}}},$$

где ЧОД_{без вн.улучш}, ЧОД_{с вн.улучш} – чистый операционный доход без внешних улучшений и с внешними улучшениями соответственно; НК_{зд} – норма капитализации здания.

Физический износ:

$$Q_f = \frac{T_f}{T_n} \times 100\%,$$

где Q_f – процент износа; T_f – фактический срок службы объекта; T_n – нормативный срок службы объекта.

Стоимость износа:

$$V = \frac{Q_f \times V_{\text{вос}}}{100},$$

где V – стоимость износа; $V_{\text{вос}}$ – стоимость восстановления; Q_f – процент износа.

Текущая стоимость облигаций ($PV_{\text{обл}}$):

$$PV_{\text{обл}} = \sum_{n=1}^N \frac{Y}{(1+r)^n} + \frac{M}{(1+r)^N},$$

где Y – годовые процентные выплаты, определяющиеся номинальным процентным доходом (купонной ставкой); r – требуемая норма доходности, %; M – номинальная стоимость облигации (сумма, выплачиваемая при погашении облигации), ден. ед.; N – число лет до момента погашения.

Текущая стоимость облигации с плавающим купоном ($PV_{\text{обл}}$):

$$PV_{\text{обл}} = \frac{Y_1}{(1+r)} + \frac{Y_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{Y_n}{(1+r)^n} + \frac{M}{(1+r)^n},$$

где Y, Y_2, \dots, Y_n – ежегодно изменяющиеся процентные выплаты, ден. ед.

Текущая стоимость бессрочной облигации:

$$PV_{\text{обл}} = \frac{Y}{r},$$

Текущая стоимость привилегированной акции:

$$PV_a = \frac{D}{r},$$

где D — объявленный уровень дивидендов; r — требуемая норма прибыли (требуемая ставка доходности).

Цена источника «привилегированные акции» (K_p):

$$K_p = \frac{D_p}{P_n},$$

где D_p — годовой дивиденд по привилегированной акции; P_n — цена без затрат на размещение, которую получает фирма.

Цена источника «обыкновенные акции нового выпуска» (K_e) по модели дисконтированного денежного потока:

$$K_e = \frac{D_1}{P_0(1-F)} + q,$$

где $P_0(1-F)$ — чистые поступления при дополнительной эмиссии обыкновенных акций; F — уровень затрат на размещение.

Текущая стоимость обыкновенной акции при росте дивидендов одинаковыми темпами по годам:

$$PV_a = \frac{D_0(1+g)}{(1+r)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^N}{(1+r)^N} = \frac{D_0(1+g)}{(r-g)},$$

где D_0 — базовая величина дивиденда; r — требуемая норма доходности; g — прогноз темпов роста дивидендов.

Текущая стоимость обыкновенной акции с изменяющимися темпами роста дивидендов:

$$PV = \sum_{n=1}^N \frac{D_0(1+g_s)}{(1+r_s)^n} + \frac{D_N+1}{r_s-g_n} \times \frac{1}{(1+r_s)^n},$$

где g_s — сверхнормативный темп роста дивидендов; g_n — нормальный темп роста дивидендов; N — число лет сверхнормативного роста дивидендов.

Структура коэффициента капитализации (R):

$$R = R_{on} + R_{of},$$

где R_{on} — ставка дохода на капитал; R_{of} — коэффициент возврата капитала.

Методы оценки недвижимости

1. Затратный:

$$\Pi_n = \text{ПСВ} - \text{И} + \Pi_3$$

или

$$\Pi_n = \text{ПСЗ} - \text{И} + \Pi_3$$

где Π_n — стоимость недвижимости; ПСВ — полная стоимость воспроизводства оцениваемого имущества; ПСЗ — полная стоимость замещения оцениваемого имущества; И — стоимость износа оцениваемого имущества; Π_3 — стоимость участка земли.

2. Рыночный:

$$\Pi_n = \Pi_p \times K_1 \times K_2 \times \dots \times K_j \times \dots \times K_n,$$

где Π_p — рыночная стоимость проданных аналогичных объектов; K_1, K_2, K_j, K_n — поправочные коэффициенты.

3. Доходный:

а) метод прямой капитализации:

$$V = \frac{NOI}{R},$$

где V — рыночная стоимость недвижимости; NOI — постоянная годовая чистая операционная прибыль от объекта (разность между валовым потенциальным доходом от сдачи объекта недвижимости в аренду и суммой затрат на содержание объекта и возможных убытков); R — норма капитализации.

б) дисконтирование денежных потоков

$$NVP = \left[\frac{D_1}{1+z} + \frac{D_2}{(1+z)^2} + \dots + \frac{D_{n-1}}{(1+z)^{n-1}} + \frac{D_n + D_{np}}{(1+z)^n} \right] - I_p,$$

где $D_1, D_2, \dots, D_{n-1}, D_n$ — доход, получаемый владельцем недвижимости от ее эксплуатации (разница между притоком и оттоками денежных средств по годам или тая прибыль + амортизация); D_{np} — возможный доход, который может быть получен владельцем недвижимости от ее продажи; z — ставка дисконтирования; I_p — реальные инвестиции, необходимые для приобретения недвижимости.

Рыночная стоимость фирмы (V):

$$V = q(A + gK) = q(A + V_{\text{int}}),$$

где A — восстановительная стоимость материальных активов фирмы; K — уровень «интеллектуального капитала» (в натуральном выражении); g — теневая цена «интеллектуального капитала»; q — коэффициент (текущий дисконт), отражающий стандартное превышение рыночной стоимости фирмы над восстановительной

стоимостью ее активов; V_{int} — восстановительная стоимость нематериальных активов и гудвила предприятия.

Определение оценочной стоимости объекта методом рыночных сравнений:

$$C = p(C_a \times P)J,$$

где C — искомая оценочная стоимость объекта оценки — стоимость, замещения; C_a — рыночная цена выбранного аналога; p — интегральный корректирующий множитель; P — поправочный коэффициент; J — индекс изменения цен за период между датой оценки и датой определения рыночной цены аналога.

Стоимость участка земли:

$$C_{tz} = (D_v - I_{zd})/K_k,$$

где C_{tz} — стоимость участка земли; D_v — реальный или условно начисленный валовой доход; I_{zd} — ожидаемые издержки; K_k — ставка (коэффициент) капитализации.

Рыночная цена земли (Π_p):

$$\Pi_p = \Pi_n \times K_1 \times K_2 \times K_3 \times \dots \times K_j \times \dots \times K_n,$$

где Π_n — нормативная цена земли; K_1, K_2, K_j, K_n — коэффициенты, применяемые для корректировки нормативной цены.

Стоимость земельного участка по методу остаточной продуктивности (остатка):

$$V_L = \frac{NOI - V_b \times R_b}{R_L},$$

где V_L — стоимость земельного участка; NOI — чистый операционный доход, который генерирует объект недвижимости; V_b — стоимость улучшений; R_L — коэффициент капитализации земли; R_b — коэффициент капитализации улучшений.

$$V_o = \frac{NOI}{R_L \times L + R_b \times B} = \frac{NOI}{R_o},$$

где V_o — стоимость объекта, включающая стоимость улучшений и стоимость земли; NOI — чистый операционный доход, который генерирует объект недвижимости; R_o — общий коэффициент капитализации для земельного участка и улучшений; R_L — коэффициент капитализации земли; R_b — коэффициент капитализации улучшений; L — доля земли в общей стоимости объекта; B — доля улучшений в общей стоимости объекта.

Оценка объекта недвижимости с учетом заемного капитала:

$$V_o = \frac{NOI}{R_e \times E + R_m \times M} = \frac{NOI}{R_o},$$

V_o — стоимость объекта, включающая величину собственного капитала и величину заемных средств; NOI — чистый операционный доход, который генерирует

объект недвижимости; R_o — общий коэффициент капитализации; E — доля собственных средств в общей стоимости объекта; M — доля заемных средств в общей стоимости объекта; R_e — требуемая норма доходности на собственный капитал; R_m — ставка процента, выплачиваемого на заемный капитал.

Посленалоговая стоимость заемного капитала (K_d):

$$K_d = i(1 - T),$$

где i — ставка процента по кредиту; T — ставка налога на прибыль.

Учетная доходность (бухгалтерская норма доходности) ARR :

$$ARR = \frac{\text{Среднегодовая ожидаемая прибыль}}{\text{Среднегодовой объем инвестиций}}.$$

Показатель риска актива (стандартное отклонение) (σ):

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 P_i},$$

где R_i — доходность по i -му результату; \bar{R} — ожидаемая доходность; P_i — вероятность появления i -го результата; n — количество рассматриваемых результатов.

Чистый приведенный эффект (NPV), если капиталовложения являются разовой операцией:

$$NPV = -C_0 + \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t},$$

где C_0 — денежный отток в нулевой период (капиталовложения); CF_t — истинный денежный поток проекта (разница между денежным притоком и оттоком в период t); r — ставка дисконтирования; n — срок реализации проекта.

Чистый приведенный эффект (NPV), если проект предполагает последовательное инвестирование финансовых ресурсов в течение m лет:

$$NPV = -\sum_{j=1}^m \frac{C_o}{(1+i)^j} + \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t},$$

где i — прогнозируемый средний уровень инфляции.

Индекс рентабельности (PI):

$$PI = \sum_{t=0}^n \frac{CF_{IF} - CF_{OF}}{(1+r)^t} \div C_0,$$

где CF_{IF} — денежный приток в период t ; CF_{OF} — денежный отток в период t .

Модифицированная внутренняя доходность (MIRR) — предусматривает расчет терминальной стоимости (TV) денежных поступлений, наращенных по цене капитала фирмы:

$$PV_{\text{инвестиций}} = \frac{TV}{(1 + MIRR)^n},$$

где $MIRR$ — ставка дисконта, уравнивающая PV инвестиций и $TV = \sum_{t=0}^n CF_{IF} (1+r)^{n-t}$.
 TV .

Внутренняя доходность IRR — дисконтная ставка, уравнивающая приведенные стоимости ожидаемых поступлений по проекту и сделанных инвестиций:

$$PV_{\text{притоки}} = PV_{\text{инвестиции}}$$

или

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1 + IRR)^t} = 0.$$

Приложение 2

Перечень законодательных и нормативных актов, используемых в оценочной деятельности

1. Гражданский кодекс РФ. Ч. 1, 2. М., 1996.
2. Закон РСФСР «О приватизации жилищного фонда в Российской Федерации» от 4 июля 1991 г. № 1541-1 с изменениями и дополнениями.
3. Закон РФ «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ.
4. Постановление Правительства РФ «Об агентстве по ипотечному жилищному кредитованию» от 26 августа 1996 г. № 1010.
5. «Временные методические указания по оценке стоимости объектов приватизации» (Приложение № 2 к Указу Президента РФ от 29 января 1992 г. № 66).
6. Приказ Минстроя РФ «Об утверждении порядка оценки строений, помещений и сооружений, принадлежащих гражданам на правах собственности» от 4 апреля 1992 г. № 87.
7. Письмо Госналогслужбы РФ «О порядке распределения средств, полученных от переоценки товарно-материальных ценностей конверсируемыми предприятиями» от 3 июня 1992 г. № ВЗ-6-05/180.
8. Распоряжение Госкомимущества РФ «О некоторых вопросах применения временных методических указаний по оценке стоимости объектов приватизации» от 13 ноября 1992 г. № 763-р.
9. Письмо Госкомимущества РФ «Об указании цены при продаже объектов приватизации по конкурсу, проводимому в форме закрытого тендера» от 6 января 1993 г. № ПМ-2/28.
10. «Порядок включения объектов интеллектуальной собственности в состав нематериальных активов» (утв. Миннауки РФ № ОР 22-2-64, Роспатентом № 10/2-20215/23 от 13 марта 1995 г.).
11. Письмо ВАС РФ «О судебной экспертизе, проводимой ООО «Экспертиза собственности» от 7 августа 1995 г. № СЗ-7/ОП-449.
12. Постановление ФКЦБРФ при Правительстве РФ «О предварительном перечне документов и условиях по вопросам преобразования финансовых компаний, привлекающих денежные средства граждан» от 30 августа 1995 г. № 5.
13. Постановление ФКЦБРФ при Правительстве РФ «О порядке лицензирования деятельности по оценке недвижимого имущества паевых инвестиционных фондов» от 30 августа 1995 г. № 7.
14. Постановление ФКЦБРФ при Правительстве РФ «О типовом договоре об оценке имущества, оставляющего паевой инвестиционный фонд» от 20 октября 1995 г. № 16.

15. Приказ Минстроя РФ «Об утверждении временной методики оценки жилых помещений» от 30 октября 1995 г. № 17-115.
16. Письмо Госкомстата РФ «Об индексах изменения стоимости основных фондов (по видам и группам) для определения восстановительной стоимости» от 1 декабря 1995 г. № 17-1-17/2129.
17. Письмо Госналогслужбы РФ «О временной методике оценки жилых помещений» от 6 июня 1996 г. № ВГ-4-08/47н.
18. Приказ Минфина РФ № 71, ФКЦБ № 149 «О порядке оценки стоимости чистых активов акционерных обществ» от 5 августа 1996 г.
19. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования (вторая редакция). Официальное издание. М., 2000.
20. Закон РФ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ.
21. Постановление Правительства РФ «О лицензировании оценочной деятельности» от 11 апреля 2001 г. № 285.
22. Закон «О реструктуризации кредитных организаций» № 144-ФЗ от 8 марта 1998 г.
23. Закон «О несостоятельности (банкротстве)» от 8 января 1998 г. № 6-ФЗ.
24. Закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» от 8 февраля 1998 г. № 14-ФЗ.
25. Закон «О негосударственных пенсионных фондах» от 7 мая 1998 г. № 75-ФЗ.
26. Закон «Об ипотеке (залоге недвижимости)» от 16 июля 1998 г. № 102-ФЗ.
27. Распоряжение губернатора Санкт-Петербурга «О порядке оценки недвижимого имущества, находящегося в государственной собственности, и прав на него» от 1 августа 1996 г. № 113-р.
28. Стандарты Российского общества оценщиков: СТО РОО 20-01-96 «Общие понятия и принципы оценки»; СТО РОО 20-02-96 «Рыночная стоимость как база оценки»; СТО РОО 20-03-96 «Базы оценки, отличные от рыночной стоимости».
29. Международные стандарты оценки МСО 1–4.
30. Европейские стандарты оценки недвижимости / Под ред. Е. И. Тарасевича. М.: РОО, 1998. Рекомендованы TEGOVA.
31. Стандарт по оценке бизнеса BVSI-IX. Принят Комитетом по оценке бизнеса Американского общества оценщиков в июне 1988 г. Одобрен правлением АОО в январе 1989 г.
32. Постановление Правительства РФ «О передаче федеральных государственных унитарных предприятий в собственность субъектов Российской Федерации» от 9 декабря 1999 г. № 1366.
33. Постановление Правительства РФ «О передаче отдельных видов объектов недвижимости, находящихся в федеральной собственности, в собственность субъектов Российской Федерации» от 16 октября 2000 г. № 784.
34. Распоряжение Минимущества России «Об оценке недвижимого имущества, находящегося в федеральной собственности» от 23 июня 2000 г. № 112-р.

Литература

1. *Бочаров В. В.* Финансовый анализ. СПб., 2003.
2. *Валдайцев В. С.* Оценка бизнеса и инновации: Учеб. пособие. М., 1997.
3. *Валдайцев С. В.* Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учеб. пособие. М., 2002.
4. *Валдайцев С. В.* Оценка бизнеса: Учебник. 2-е изд. М., 2004.
5. *Григорьев В. В., Федотова М. А.* Оценка предприятия: теория и практика: Учеб. пособие. М., 1996.
6. *Десмонд Г. М., Келли Р. Э.* Руководство по оценке бизнеса. М., 1996.
7. *Донцова Л. В., Никифорова Н. А.* Анализ финансовой отчетности: Практикум. М., 2004.
8. *Есипов В. Е., Маховикова Г. А., Терехова В. В.* Оценка бизнеса. 2-е изд. СПб., 2006.
9. *Ковалев А. П.* Сколько стоит имущество предприятия? М., 1996.
10. *Козырь Ю. В.* Стоимость компании: оценка и управленческие решения. М., 2004.
11. *Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж.* Стоимость компании: оценка и управление. М., 1999.
12. Механизмы купли и продажи бизнеса / Под ред. А. Е. Шаститко. М., 2002.
13. *Модильяни Ф., Миллер М.* Сколько стоит фирма? Теорема ММ. М., 1999.
14. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А. Г. Грязновой и М. А. Федотовой. М., 2003.
15. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / Под ред. Н. А. Абулаева, Н. А. Колайко. М., 2000.
16. Организация оценки и налогообложения собственности / Под ред. Д. К. Эккерта. М., 1995.
17. Оценка земли / Под ред. В. П. Антонова. Владимир, 1997.
18. *Полуэкттов А. А.* Новые методы оценки компаний в сделках слияния и поглощения. М., 2001.
19. *Пратт Ш.* Оценка бизнеса / Пер. с англ. М., 1996.
20. *Савицкая Г. В.* Анализ хозяйственной деятельности: Учеб. пособие. М., 2003.
21. *Симионова Н. Е.* Оценка стоимости предприятия (бизнеса): Учеб. пособие. Ростов-на Дону, 2004.
22. *Сычева Г. И., Колбачев Е. Б., Сычев В. А.* Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Ростов-на-Дону, 2003.

23. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании. М., 2000.
24. Федотова М. А., Уткин Э. А. Оценка недвижимости и бизнеса: Учебник. М., 2000.
25. Федотова М. А. Сколько стоит бизнес? М., 1996.
26. Фишмен Дж., Пратт Ш., Гриффит К. Руководство по оценке стоимости бизнеса / Пер. с англ. Под ред. В. М. Рутгайзера. М., 2000.
27. Фомичева Л. П. Годовая бухгалтерская отчетность. М., 2004.
28. Черняк В. З. Оценка бизнеса. М., 1996.
29. Шеремет А. Д., Негашев Е. В. Методика финансового анализа. М., 2000.
30. Эккерт Д. Оценка земельных участков: Учеб. пособие. М., 1994.
31. <http://www.dist-cons.ru>
32. <http://www.clif.ru>
33. <http://www.optim.ru>

Оценка бизнеса

Под редакцией В. Е. Есипова, Г. А. Маховиковой

3-е издание

Серия «Учебное пособие»

Заведующий редакцией
Руководитель проекта
Ведущий редактор
Выпускающий редактор
Литературный редактор
Художественный редактор
Корректоры
Верстка

*А. Толстиков
Е. Базанов
О. Кувакина
Е. Егерева
В. Земских
Л. Адуевская
Н. Викторова, М. Одинокова
В. Земских*

Подписано в печать 17.07.09. Формат 70 × 100/16. Усл. п. л. 41,28. Тираж 2500. Заказ 0000.

ООО «Лидер», 194044, Санкт-Петербург, Б. Сампсониевский пр., д. 29а.

Налоговая льгота — общероссийский классификатор продукции ОК 005-93, том 2;
95 3005 — литература учебная.

Отпечатано по технологии СІР в ОАО «Печатный двор» им. А. М. Горького.
197110, Санкт-Петербург, Чкаловский пр., д. 15.

ПРЕДСТАВИТЕЛЬСТВА ИЗДАТЕЛЬСКОГО ДОМА «ПИТЕР»
предлагают эксклюзивный ассортимент компьютерной, медицинской,
психологической, экономической и популярной литературы

РОССИЯ

Москва м. «Электrozаводская», Семеновская наб., д. 2/1, корп. 1, 6-й этаж;
тел./факс: (495) 234-3815, 974-3450; e-mail: sales@piter.msk.ru

Санкт-Петербург м. «Выборгская», Б. Сампсониевский пр., д. 29а;
тел./факс (812) 703-73-73, 703-73-72; e-mail: sales@piter.com

Воронеж Ленинский пр., д. 169; тел./факс (4732) 39-43-62, 39-61-70;
e-mail: pitervrn@comch.ru

Екатеринбург ул. Бебеля, д. 11а; тел./факс (343) 378-98-41, 378-98-42;
e-mail: office@ekat.piter.com

Нижний Новгород ул. Совхозная, д. 13; тел. (8312) 41-27-31;
e-mail: office@nnov.piter.com

Новосибирск ул. Станционная, д. 36;
тел./факс (383) 350-92-85; e-mail: office@nsk.piter.com

Ростов-на-Дону ул. Ульяновская, д. 26; тел. (8632) 69-91-22, 69-91-30;
e-mail: piter-ug@rostov.piter.com

Самара ул. Молодогвардейская, д. 33, литер А2, офис 225; тел. (846) 277-89-79;
e-mail: pitvolga@samtel.ru

УКРАИНА

Харьков ул. Суздальские ряды, д. 12, офис 10–11; тел./факс (1038067) 545-55-64,
(1038057) 751-10-02; e-mail: piter@kharkov.piter.com

Киев пр. Московский, д. 6, кор. 1, офис 33; тел./факс (1038044) 490-35-68, 490-35-69;
e-mail: office@kiev.piter.com

БЕЛАРУСЬ

Минск ул. Притыцкого, д. 34, офис 2; тел./факс (1037517) 201-48-79, 201-48-81;
e-mail: office@minsk.piter.com



Ищем зарубежных партнеров или посредников, имеющих выход на зарубежный рынок.
Телефон для связи: **(812) 703-73-73**.
E-mail: fuganov@piter.com



Издательский дом «Питер» приглашает к сотрудничеству авторов.
Обращайтесь по телефонам: **Санкт-Петербург — (812) 703-73-72**,
Москва — (495) 974-34-50.



Заказ книг для вузов и библиотек: (812) 703-73-73.
Специальное предложение — e-mail: kozin@piter.com
